

Universidade de Brasília ó UnB
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade ó FACE
Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais ó CCA
Bacharelado em Ciências Contábeis

Lucas Breno Braga de Souza

**DESEMPENHO FINANCEIRO COM BASE NOS FLUXOS DE CAIXA OPERACIONAL:
Comparativo entre as empresas dos níveis 1 e 2 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA**

Brasília ó DF
2013

Prof. Doutor Ivan Marques de Toledo Camargo
Reitor da Universidade de Brasília

Profa. Doutora Sônia Nair Bão
Vice-reitora da Universidade de Brasília

Prof. Doutor Roberto de Goes Ellery Júnior
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Doutor César Augusto Tibúrcio Silva
Coordenador de Pós-Graduação do curso Ciências Contábeis

Prof. Mestre Wagner Rodrigues dos Santos
Chefe do Departamento de Ciências Contábeis

Profa. Mestre Rosane Maria Pio da Silva
Coordenadora Diurna do Curso de Ciências Contábeis
Prof. Doutor Bruno Vinícius Ramos Fernandes
Coordenador Noturno do Curso de Ciências Contábeis

Prof. Mestre Rosane Maria Pio
Coordenadora Diurna do Curso de Ciências Contábeis

Lucas Breno Braga de Souza

**DESEMPENHO FINANCEIRO COM BASE NOS FLUXOS DE CAIXA OPERACIONAL:
Comparativo entre as empresas dos níveis 1 e 2 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA**

Este trabalho no formato monografia foi apresentado para fins de avaliação final do curso de Bacharel em Ciências Contábeis na Universidade de Brasília. Sendo entregue na data

02 de dezembro de 2013.

Prof. Francisca Aparecida de Souza

Mestre em Ciências Contábeis

Linha de Pesquisa: Contabilidade e mercado financeiro

Área de Pesquisa: Contabilidade Financeira

Brasília ó DF
2013

SOUZA, Lucas Breno Braga de.

DESEMPENHO FINANCEIRO COM BASE NOS FLUXOS DE CAIXA OPERACIONAL: Comparativo entre as empresas dos níveis 1 e 2 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA / Lucas Breno Braga de Souza; orientação Francisca Aparecida de Souza. — Brasília, Universidade de Brasília, 2013, 66f

Orientação: Me Francisca Aparecida de Souza

Monografia. — Ciências Contábeis - Brasília, Universidade de Brasília, 2013.

Palavras-chave: fluxos de caixa, rentabilidade, liquidez, governança.

Dedico este trabalho a familiares e amigos, que me acompanharam nesta jornada e me ajudaram a superar os desafios que eventualmente a vida me prestou. A todos minha consideração e gratidão.

Agradeço em especial aos meus pais, Natherson Geraldo de Souza e Anne Christine de Noronha Braga, pelo apoio. Certamente, o apoio recebido foi fundamental.

Reitero, também, protestos de consideração à Professora Mestre Francisca, orientadora, pela paciência, apreço, confiança e mormente ao apoio na vitória obtida nesta jornada.

Agradeço, ainda, ao corpo docente e discente do Departamento de Ciências Contábeis desta Universidade, pelas trocas de experiências e ideias, que assistiram ao meu aprimoramento tanto acadêmico como profissional e, ainda, o relativo à minha vida pessoal.

Por fim, agradeço, aos doutos professores membros desta banca julgadora, que consentiram na contribuição para o aperfeiçoamento deste trabalho.

RESUMO

A Demonstração dos Fluxos de Caixa é uma ferramenta que possui função de fornecer informações relevantes, tanto para usuários externos, quanto internos, no processo de avaliação de uma empresa. A presente pesquisa teve por objetivo verificar se há diferença entre o desempenho financeiro, com foco nos fluxos de caixa operacional, das empresas listadas nos níveis 1 e 2 de governança corporativa da BM&FBOVESPA, no período de 2008 a 2012. É um estudo descritivo e quantitativo, no qual foram realizadas as análises comparativas dos indicadores financeiros, com foco nos fluxos de caixa operacional e o teste estatístico de igualdade de médias. A amostra é composta por 37 empresas. Os níveis 1 e 2 de Governança Corporativa foram selecionados por conveniência. Os resultados mostraram que as médias do nível 1 são em geral superiores às do nível 2, o que neste caso, refuta o pressuposto que melhores práticas de governança corporativa implica em melhor desempenho financeiro. Contudo, os resultados do teste *student* evidenciaram que, na maioria dos casos, não há diferenças significativas, ou seja, a hipótese nula de igualdade de médias não foi rejeitada.

Palavras-chave: Fluxos de Caixa. Liquidez. Governança Corporativa.

Lista de Tabelas

Tabela 1: Médias e desvios padrões dos indicadores estudados- 2008 a 2012.....	31
Tabela 2: Resultados do teste t para igualdade de médias.....	32
Tabela 3: Índice de Cobertura de Dívidas das empresas listas no Nível 1 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA no período de 2008 a 2012.	33
Tabela 4: Índice de Cobertura de Dívidas das empresas listas no Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA no período de 2008 a 2012.	36
Tabela 5: Índice de Cobertura de Dívidas de Longo Prazo das empresas listadas no Nível 1 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA no período de 2008 a 2012.....	40
Tabela 6: Índice de Cobertura de Dívidas de Longo Prazo das empresas listadas no Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA no período de 2008 a 2012.....	44
Tabela 7: Índice de Retorno Sobre o Lucro das Empresas Listadas no Nível 1 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA no período de 2008 a 2012.	48
Tabela 8: Índice de Retorno Sobre o Lucro das Empresas Listadas no Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA no período de 2008 a 2012.	51
Tabela 9: índice de Retorno Sobre o Patrimônio Líquido do Nível 1 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA - Período 2008 a 2010.....	55
Tabela 10: Índice de Retorno Sobre o Patrimônio Líquido do Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA - Período 2008 a 2010.....	58

Lista de quadros

Quadro 1: Comparação entre DOAR e DFC	16
Quadro 2: Termos utilizados na elaboração da DFC.	18
Quadro 3: Princípios de governança corporativa segundo o IBGC.	22
Quadro 4: Princípios de governança corporativa segundo a OCDE.....	23
Quadro 5: Comparação entre os níveis qualificados de governança da BM&FBOVESPA.....	23
Quadro 6: Índices do modelo E2S da INEPAD.....	26
Quadro 7: Índices financeiros apresentados por Matarazzo	27
Quadro 8: Índices financeiros apresentados por Ross, Westerfield e Jordan (2002)	27

Lista de Abreviaturas

ABRASCA ó Associação Brasileira de Companhias Abertas.

ANDIMA ó Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro.

BMF&BOVESPA ó Bolsa de Mercadorias e Futuros.

BM&FBOVESPA ó Bolsa de Valores do Estado de São Paulo.

CFC ó Conselho Federal de Contabilidade.

CPC ó Comitê de Pronunciamentos Contábeis.

CVM ó Comissão de Valores Mobiliários.

DFC ó Demonstração dos Fluxos de Caixa.

DOAR ó Demonstração de Origens e Aplicações de Recursos.

FASB ó Financial Accounting Standards Board.

FCO ó Fluxo de Caixa Operacional

IAS ó International Accounting Standard.

ICD ó Índice de Cobertura de Dívidas

ICDLP ó Índice de Cobertura de Dívidas de Longo Prazo

IBRACON ó Instituto Brasileiro de Auditores Independentes.

IBGC ó Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.

IBRI ó Instituto Brasileiro de Relações com Investidores.

INEPAD ó Instituto de Ensino e Pesquisa em Administração.

IFRS ó International Financial Reporting Standards.

LLE ó Lucro Líquido do Exercício

OCDE ó Organização de Cooperação Econômica e Desenvolvimento.

PLM ó Patrimônio Líquido Médio

PC ó Passivo Circulante

PT ó Passivo Total

RSL ó Retorno sobre o Lucro

RSPL ó Retorno sobre o Patrimônio Líquido

SFAS ó Statement of Financial Accounting Standards.

US GAAP ó United States Generally Accepted Accounting Principles.

Sumário

1. Introdução	12
2. Referencial Teórico	15
2.1. Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC)	15
2.2. Objetivos da Demonstração do Fluxo de Caixa.....	17
2.3. Metodologia da Demonstração dos Fluxos de Caixa.....	18
2.4. Governança Corporativa.....	20
2.4.1. Princípios de Governança Corporativa.....	22
2.4.2. BM&FBOVESPA e Governança Corporativa ó Novo Mercado e Níveis 1 e 2	23
2.5. Indicadores financeiros	25
2.6. Indicadores de Fluxos de Caixa.....	27
2.6.1. Índice de Liquidez	27
2.6.2. Índice de solvência	28
2.6.3. Índice deretorno	28
3. Delineamento da Pesquisa.....	29
4. Apresentação dos resultados.....	31
4.1. Índice de Cobertura de Dívida	33
4.1.1. Nível 1 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA	33
4.1.2. Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA	36
4.2. Índice de Cobertura de dívidas de Longo Prazo	39
4.2.1. Nível 1 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA	39
4.2.2. Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA	44
4.3. Índice de Retorno sobre o lucro.....	47
4.3.1. Nível 1 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA	47
4.3.2. Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA	51
4.4. Índice de Retorno sobre o Patrimônio Líquido	54
4.4.1. Nível 1 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA	54
4.4.2. Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA	58
5. CONCLUSÕES	61
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	62

1. Introdução

Segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2002), pesquisas mostram que empresas americanas, aplicam aproximadamente 80% de seus fluxos de caixa em gastos de capital e 20% em capital de giro líquido. Segundo Figueiras (2007) (*apud* Marcelino (2007)) entre 2000 e 2005, somente 36% das MPEs do estado de São Paulo obtiveram recursos em instituições financeiras e, segundo informações de 2006, 63% dos recursos captados tinham como destinação o capital de giro.

Schmidt, Santos e Kloeckner (2006) afirmam que a meta da administração financeira de uma empresa é obter a maior taxa de retorno para os proprietários da empresa, a fim de aumentar a riqueza ó o valor presente de todos os fluxos de caixas futuros a serem obtidos pelas empresas. Em curto prazo a empresa guia-se pela geração de caixa, pois é com esses recursos que paga funcionários, fornecedores, governo e acionistas e etc.

Schmidt, Santos e Kloeckner (2006) ainda defendem que uma empresa deve buscar em relação aos componentes do Balanço Patrimonial aperfeiçoar a utilização dos recursos investidos na operação, como por exemplo, reduzir o valor total do investimento sem prejudicar o resultado operacional, melhorar a gestão do capital de giro (caixa, estoques e recebíveis) e escolher os investimentos fixos com rentabilidade adequada; reduzir o nível de risco relativo à operação (crédito adequado, *hedge*, linha de produtos/mercados com baixa correlação).

Em relação ao passivo, Schmidt, Santos e Kloeckner (2006) afirmam que a meta dos gestores financeiros seria a determinação do custo de capital, a exemplo das decisões de investimento e de compra, buscar a redução do custo de capital e utilizar nível adequado de alavancagem financeira.

Brigham (1999) advoga que a administração do caixa nos anos recentes devido a dois fatores. Primeiro, no período do início da década de 1970 até a metade da década de 1980, houve uma tendência de aumento das taxas de juros, que incentivou os gerentes financeiros a buscarem meios mais eficientes de gerenciar o caixa das empresas. Posteriormente, os desenvolvimentos tecnológicos, aprimoraram a administração de caixa.

Para Matias (2007), (*apud* Keynes (1965) e Weston e Copeland (1992)), as motivações para que a entidade mantenha recursos em caixa são: a ocorrência simultânea dos recebimentos e pagamentos provenientes da operação da empresa, portanto, a necessidade de

manter recursos em caixa para honrar os compromissos assumidos; os recebimentos são imprevisíveis, enquanto que os pagamentos são previstos. Por esse motivo, mantém-se certa quantia a título de reserva de caixa; e por fim, com o objetivo de aproveitar uma oportunidade de investimento. Isso mostra a necessidade de se prever e estudar os fluxos de caixa.

Zouainet *al.* (2011), em uma investigação acerca da gestão do capital de giro em micro e pequenas empresas concluiu que a sua administração ineficiente afeta o fluxo de caixa das empresas, chegando a duas considerações importantes que influenciam a gestão de capital e giro: os ciclos econômicos e a sazonalidade específica de determinados negócios. Modificações na situação econômica afetam as vendas, que influenciam os níveis de contas a receber e estoques. Empresas com sazonalidade podem apresentar níveis mais altos de duplicatas a receber e de estoques, porque seus produtos devem ser produzidos ao longo do ano e as receitas só ocorrerão em épocas específicas, impondo à administração a responsabilidade de providenciar os recursos necessários às operações da empresa.

Pesquisas, a exemplo das realizadas por La Porta *et al.* (2000), Claessens *et al.* (2002) e Beck, Demirguc-Kunt e Levine. (2001) (*apud* Silveira, Barros e Famá (2004)), esquadrinham o vínculo entre finanças e proteção legal aos investidores, indicando que as diferenças nas leis e na garantia de sua aplicação entre os países causam diferenças na estrutura de propriedade, política de dividendos, disponibilidade de recursos externos e valorização dos papéis das empresas pelo mercado.

Diante do exposto, a questão que se pretende responder na pesquisa é: há diferença entre o desempenho financeiro, com foco no fluxo de caixa operacional, das empresas listadas nos níveis 1 e 2 de governança corporativa da BM&FBOVESPA, no período de 2008 a 2012? O objetivo principal do estudo é verificar se há diferença entre o desempenho financeiro, com foco no fluxo de caixa operacional, das empresas listadas nos níveis 1 e 2 de governança corporativa da BM&FBOVESPA, no período de 2008 a 2012. Com isso, para que possa ser atingido tal objetivo, é necessário avaliar e estudar o fluxo de caixa numa ótica mais gerencial, analisando, comparando e modelando-o, com a intenção de destacar fatos que diferenciem os distintos níveis de governança corporativa.

Para atingir o objetivo principal o estudo desdobra-se nos seguintes objetivos específicos:

1. identificar as empresas que compõe os níveis diferenciados de governança corporativa;

2. verificar quais as diferenças entre as empresas que compõem os níveis diferenciados de governança corporativa;
3. escolher os indicadores apropriados para o estudo;
4. calcular os indicadores de liquidez, solvência e rentabilidade com base no Fluxo de caixa operacional das empresas pesquisadas;;
5. verificar se para diferentes níveis de governança corporativa é verificada uma diferença estatística significativa.
6. entender as diferenças entre empresas de níveis similares ou diferentes

Para a realização do trabalho assume-se como hipótese que para maiores níveis de governança corporativa os acionistas estão dispostos a pagarem mais pelo investimento.

2. Referencial Teórico

2.1. Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC)

De acordo com Quintana, Serafin e Saurin (2003), a DFC tornou-se obrigatória no Canadá em 1985, nos Estados Unidos em 1987, e na Inglaterra em 1991. Em todos os casos para substituir a Demonstração das Origens e Aplicação de Recursos (DOAR). Segundo Iudicibus *et al.* (2010), no Brasil, a alteração da lei societária em 2007 tornou-a obrigatória para as companhias abertas de grande porte e sociedades anônimas de capital fechado com patrimônio líquido superior a dois milhões de reais. Antes disso, a publicação era obrigatória somente em alguns casos, como por exemplo, para empresas de energia elétrica e entidades participantes do novo mercado.

O Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC, 2008) emitiu o pronunciamento técnico - CPC 03 - Demonstração dos Fluxos de Caixa, baseado na norma internacional de contabilidade, IAS07 *ó Statementsof Cash Flowó* e na norma norte-americana/FASB, FAS 95 *ó Statementsof Cash Flow*. Em 2010, o CPC aprovou o CPC 03 (R-2), que trouxe alterações exclusivamente quanto à forma, de natureza redacional ou com a característica de melhoria do entendimento, não havendo sugestões quanto ao conteúdo a serem relatadas.

Segundo Vasconcelos (2006) (*apud* Lustosa (1997, p. 29)), a provável razão de substituição da DOAR pela DFC nos Estados Unidos da América pode ser a abstração do que ela representa, pois o ativo e o passivo circulante são concretos, no entanto, sua diferença é abstrata, ou seja, não se pode fazer uma vinculação direta entre as fontes de curto prazo (passivo circulante) e os investimentos de curto prazo (ativo circulante). Vasconcelos (2006) observa que no Brasil, a DOAR era publicada apenas em cumprimento de exigência legal, pois a sua capacidade informativa não era suficiente para suprir a necessidade de seus usuários.

No mesmo sentido, Soares (1998) investigou a importância atribuída às Demonstrações Contábeis obrigatórias na circunscrição das empresas da Zona Franca de Manaus, ficando demonstrado que 70% das empresas não utilizam as informações da DOAR, devido a tratarem de informações pertencentes ao não circulante das empresas.

Segundo Rocha (2000) (*apud* Vasconcelos 2006), o método indireto é semelhante a DOAR. É que por iniciar a exposição das informações a partir dos lucros líquidos, retificados pelos valores que não atingem o caixa, como a equivalência patrimonial e a depreciação, e também acolhe os valores que alteram o caixa, mas não o lucro, como o recebimento de créditos de vendas e pagamentos de obrigações as mais diversas.

Também relacionado à DFC, Barbieri (1996) identifica uma pesquisa realizada nos Estados Unidos, na qual revela que entre as 600 empresas consultadas, que procediam à elaboração da DFC, apenas 15 o faziam pelo método direto e as demais 585 utilizavam o método indireto.

É feito um comparativo que resume as vantagens e desvantagens entre a DOAR e a DFC (quadro 1).

Quadro 1: Comparação entre DOAR e DFC

Vantagens	
DOAR	DFC
Fornecer informações que não constam em outras demonstrações (SILVA; SANTOS; OGAWA, 1993)	Oferece maior facilidade de entendimento por visualizar melhor o fluxo dos recursos financeiros (MARTINS, 1990)
Possibilita melhor conhecimento da política de investimento e de financiamento da empresa (SILVA; SANTOS; OGAWA, 1993)	Existe tendência mundial de adotar o fluxo de caixa em detrimento da DOAR, pela utilização de uma linguagem comum. (SILVA; SANTOS; OGAWA, 1993)
Destinada a mostrar a compatibilidade entre a posição financeira e a distribuição de lucros (IUDÍCIBUS, MARTINS, GELBCKE, 2000)	Utiliza um conceito mais concreto, crítico em qualquer empresa, necessário nos curtos/curtíssimos prazos (SILVA; SANTOS; OGAWA, 1993)
É uma demonstração mais abrangente, por representar as mutações em toda a posição financeira (SILVA; SANTOS; OGAWA, 1993)	É necessário para prever problemas de insolvência e, portanto, avaliar o risco, o caixa e os dividendos futuros (SILVA; SANTOS; OGAWA, 1993)
Algumas obras enfatizam o seu poder preditivo	
Desvantagens	
DOAR	DFC
Não é fundamentalmente financeiro, pois aceita ativos não monetários, como os estoques e as despesas antecipadas	Não existe consenso sobre que conceito de caixa utilizar. Uns aconselham caixa e bancos; outros consideram também títulos de curto prazo (SILVA; SANTOS; OGAWA, 1993)
O resultado é afetado pelo método de avaliação de ativos não monetários (SILVA; SANTOS; OGAWA, 1993)	Apresenta volume de informação menor que a DOAR (SILVA; SANTOS; OGAWA, 1993)
Seu uso não tem sido pesquisado de forma científica, inclusive nos países de pesquisa contábil desenvolvida	Pode ser tão manipulável como qualquer outra informação contábil (SILVA; SANTOS; OGAWA, 1993)
Apresenta modificações internas do Capital Circulante Líquido de forma residual	Existe tendência de utilização do fluxo de caixa pelo método indireto, apesar desta metodologia não ser a mais recomendada (SILVA; SANTOS; OGAWA, 1993)
Trabalha com o conceito abstrato de capital circulante líquido ou de folga financeira de curto prazo, cuja utilidade está sendo duramente questionada (HOPP; PAULA LEITE, 1989)	A maquiagem (<i>window dressing</i>) também ocorre na DFC, a partir do momento em que a empresa atrasa conscientemente seus recebimentos e pagamentos, na tentativa de melhorar o fluxo de caixa num período específico (BRAGA; MARQUES, 1996)

Fonte: adaptado de Quintana, Serafin e Saurin (2003).

Braga e Marques (2001), afirmam que o formato de apresentação da DFC mais difundido, também por razões legais, é o de atividades, o qual divide as atividades em operacionais, de financiamento e de investimento.

Segundo Securatto (2002), são várias as formas de elaboração dos fluxos de caixa e diferentes são as suas utilizações. Entretanto, seu objetivo principal é evidenciar a capacidade de geração de caixa, tanto em projeções realizadas por gestores internos quanto por analistas externos.

Matarazzo (2007), afirma que a demonstração de fluxo de caixa é fundamental na atividade empresarial, além de pessoas físicas na atividade de algum negócio. Além disso, os problemas de insolvência e liquidez ocorrem por deficiências no gerenciamento de fluxos de caixa e que estes problemas poderiam ser corrigidos por meio da demonstração. Ainda segundo o autor, a DFC é de útil para a análise do desempenho financeiro da empresa. Assim pode-se saber se a empresa foi independente no financiamento de seu giro e ainda qual sua capacidade de expansão com recursos próprios gerados por suas operações.

2.2. Objetivos da Demonstração do Fluxo de Caixa

Matarazzo (2007) enumera os seguintes objetivos da demonstração do fluxo de caixa: avaliar escolhas de investimentos; avaliar e controlar, em um intervalo temporal, as decisões importantes tomadas no âmbito da empresa, refratários em caixa; estimar situações presente e posteriores do caixa, posicionando-a de forma a evitar-se iliquidez; e certificar que os excessos temporários de caixa sejam investidos.

Para Assaf Neto e Silva (2012), o fluxo de caixa tem uma finalidade instrumental ao relacionar ingressos e saídas de recursos monetários, em um determinado período. Os autores afirmam o objetivo ser imperioso para a gestão do caixa, atribuindo maior celeridade às entradas em relação aos desembolsos ou, com os mesmos efeitos, aperfeiçoando a conciliação entre a posição financeira da empresa e suas obrigações.

Iudícibuset *al.* (2010) afirma que as informações da DFC, sobretudo quando ao ser analisada com as demais demonstrações financeiras permitem que investidores, credores e outros usuários avaliem: a) a capacidade de geração de futuros fluxos líquidos positivos de caixa por uma empresa; b) a faculdade potencial de quitar os compromissos, pagar dividendos e retornar empréstimos obtidos; c) a liquidez, a solvência e a flexibilidade financeira; d) a comutação de lucro em caixa; e) o desempenho operacional de diferentes empresa, eliminando os efeitos de distintos tratamentos contábeis para transações e eventos símiles; f) a acurácia das estimativas anteriores e de posteriores fluxos de caixa; e g) os resultados, a respeito da posição financeira empresarial, das transações de investimentos e de financiamentos.

O objetivo preambular da DFC é aparelhar os tomadores de decisão com um repertório relevante de informações acerca dos desembolsos e recebimentos em dinheiro, ajudando, desta forma, na análise da capacidade da entidade de gerar caixa e equivalentes de caixa (Iudícibuset *al.*, 2010).

Sanvicente (1997) comenta a importante função da previsão do fluxo de caixa, ressaltando que a meta elementar é o conhecimento sobre o saldo de caixa a cada micro período relevante.

2.3. Metodologia da Demonstração dos Fluxos de Caixa

A Lei 6404/1976 determina que a Demonstração dos Fluxos de Caixa deva indicar, no mínimo, as alterações ocorridas durante o exercício, no saldo de caixa e equivalentes de caixa, segregada por atividades: a) das operações; b) dos financiamentos; e c) dos investimentos.

O fluxo de caixa das atividades operacionais pode ser divulgado de duas formas, pelo método direto e pelo método indireto. Entretanto o FASB e o IASB recomendam o método direto. O Pronunciamento Técnico 03 (R2) (2010) permite a adoção de ambos os métodos, contudo, as empresas que optarem pela apresentação do modelo direto deverão evidenciar a conciliação entre o lucro líquido e o fluxo de caixa líquido das atividades operacionais, devem ser apresentados, por categorias, os itens a serem conciliados, à similitude do procedimento levado a efeito no método indireto em relação aos ajustes do lucro líquido ou prejuízo, tudo com vistas à correta apuração do fluxo de caixa líquido das atividades operacionais.

Segundo Vasconcelos (2006)

o SFAS permitiu que as empresas escolhessem entre dois métodos para elaborar a DFC, existindo um consenso entre muitos autores, entre eles, Barbieri (1996), Lustosa (1997, p. 32), Marion (2004, p. 112) e Silva *et al.* (1993), sobre o fato de a DFC poder ser elaborada pelo método direto ou pelo método indireto.

O Pronunciamento Técnico 03 (R2) - Demonstração dos Fluxos de Caixa (CPC, 2010), define o significado das operações e dos termos, normalmente utilizados na elaboração da Demonstração do Fluxo de Caixa (quadro 2):

Quadro 2: Termos utilizados na elaboração da DFC.

CAIXA	compreende numerário em espécie e depósitos bancários disponíveis.
EQUIVALENTES DE CAIXA	referem-se a aplicações financeiras de curto prazo, de alta liquidez, que são prontamente conversíveis em um montante conhecido de caixa e que estão sujeitas a um insignificante risco de mudança de valor. Os equivalentes de caixa são mantidos com a finalidade de atender a compromissos de caixa de curto prazo e não para investimento ou outros fins.
FLUXOS DE CAIXA	trata das entradas e saídas de caixa e equivalentes de caixa. Os fluxos de caixa excluem movimentos entre itens que constituem caixa ou equivalentes de caixa porque esses componentes são parte da gestão financeira da entidade e não parte de suas atividades operacionais, de investimentos ou de financiamento. A gestão do caixa inclui o investimento do excesso de caixa em equivalentes de caixa.
ATIVIDADES OPERACIONAIS	são as principais atividades geradoras de receita da entidade e outras atividades diferentes das de investimento e de financiamento.
ATIVIDADES DE INVESTIMENTO	são as atividades referentes à aquisição e à venda de ativos de longo prazo e de outros investimentos não incluídos nos equivalentes de caixa.

ATIVIDADES DE FINANCIAMENTO	são as atividades que resultam em mudanças no tamanho e na composição do capital próprio e no endividamento da entidade, não classificadas como atividade operacional. Empréstimos bancários são geralmente considerados como atividades de financiamento. Assim, deverão ser considerados os saldos bancários a descoberto, decorrentes de empréstimos obtidos por meio de instrumentos como cheques especiais ou contas correntes garantidas. A parcela não utilizada do limite dessas linhas de crédito não deverá compor os equivalentes de caixa.
-----------------------------	--

Fonte: Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC 03- R2, 2010).

Acerca das atividades operacionais, o pronunciamento técnico 03 (R2) (CPC 03 R2, 2010), destaca que o montante dos fluxos de caixa decorrentes dessas atividades indica se as operações da entidade têm gerado suficientes fluxos de caixa para amortizar empréstimos, ou seja, as atividades operacionais são suficientes para suprir a atividade de financiamento e investimento; manter a sua capacidade operacional; pagar dividendos e juros sobre o capital próprio, além de fazer novos investimentos sem recorrer a fontes externas de financiamento. As informações sobre os componentes específicos dos fluxos de caixa operacionais históricos são úteis, em conjunto com outras informações, na projeção de futuros fluxos de caixa operacionais (CPC 03- R2, 2010).

Esses fluxos são basicamente derivados das principais atividades geradoras de receita da entidade e geralmente resultam das transações e de outros eventos que entram na apuração do lucro líquido ou prejuízo (CPC 03- R2, 2010).

São exemplos de fluxos de caixa que decorrem das atividades operacionais: a) recebimentos de caixa pela venda de mercadorias e pela prestação de serviços; b) recebimentos de caixa decorrentes de *royalties*, honorários, comissões e outras receitas; c) recebimentos e pagamentos de caixa por seguradora de prêmios e sinistros, anuidades e outros benefícios da apólice; d) recebimentos e pagamentos de caixa de contratos mantidos para negociação imediata ou disponíveis para venda futura; e) pagamentos de caixa a fornecedores de mercadorias e serviços; f) pagamentos de caixa a empregados ou por conta de empregados; e g) pagamentos ou restituição de caixa de impostos sobre a renda, a menos que possam ser especificamente identificados com as atividades de financiamento ou de investimento.

Devem, ainda, ser consideradas como atividades operacionais:

a) os pagamentos para a produção ou aquisição de ativos destinados a aluguel para terceiros e, subsequentes vendas; b) os recebimentos de aluguéis e das subsequentes vendas de tais ativos; c) a compra e venda de títulos e empréstimos que a entidade dispõe para fins de intermediação que sejam semelhantes a estoques adquiridos especificamente para revenda; e d) as antecipações de caixa e os empréstimos feitos por instituições financeiras.

Os fluxos de caixa das atividades de investimentos mostram os gastos ou recebimentos de recursos da entidade, daí ser relevante sua apresentação em separado (CPC 03- R2, 2010).

São exemplos de fluxos de caixa que decorrem das atividades de investimentos: a) pagamentos de caixa para aquisição de ativo imobilizado, intangível e outros ativos de longo prazo, os desembolsos com os custos de desenvolvimento ativados e ativos imobilizados de construção própria; b) pagamentos para aquisição de ações ou instrumentos de dívida de outras entidades e participações societárias em *joint ventures*, exceto os títulos mantidos para negociação imediata ou venda futura; c) pagamentos de caixa por contratos futuros, a termo, de opção e swap, exceto se os contratos forem mantidos para negociação imediata ou venda futura, ou os pagamentos forem classificados como atividades de financiamento; d) adiantamentos de caixa e empréstimos feitos a terceiros, exceto aqueles feitos por instituição financeira; e) recebimentos de caixa resultantes da venda de ativo imobilizado, intangível e outros ativos de longo prazo; f) recebimentos de caixa provenientes da venda de ações ou instrumentos de dívida de outras entidades e participações societárias em *joint ventures*, exceto aqueles considerados como equivalentes de caixa e os mantidos para negociação; g) recebimentos de caixa por liquidação de adiantamentos ou amortização de empréstimos concedidos a terceiros, exceto adiantamentos e empréstimos feitos por instituição financeira; e h) recebimentos de caixa por contratos futuros, a termo, de opção swap, exceto aqueles mantidos para negociação imediata ou venda futura, e os recebimentos classificados como atividades de financiamento (CPC 03- R2, 2010).

A divulgação em separado dos fluxos de caixa decorrentes das atividades de financiamento é importante, pois a sua utilidade na previsão das exigências sobre futuros fluxos de caixa pelos fornecedores de capital à entidade (CPC 03- R2, 2010).

Constituem-se em exemplos de fluxos de caixa decorrentes das atividades de financiamento: a) caixa recebido pela emissão de ações ou outros instrumentos patrimoniais; b) caixa recebido proveniente da emissão de debêntures, empréstimos, títulos e valores, hipotecas e outros empréstimos de curtos e longos prazos; c) pagamentos de caixa a investidores para adquirir ou resgatar ações da entidade; d) pagamentos de caixa por arrendatário, para redução do passivo relativo a arrendamento mercantil financeiro; e e) amortização de empréstimos e financiamentos, incluindo debêntures emitidas, hipotecas, mútuos e outros empréstimos de curtos e longos prazos (CPC 03- R2, 2010).

2.4. Governança Corporativa

De acordo com Almeida, Scalzer e Costa (2008) (*apud* Shleifer e Vishny (1997)), governança corporativa é um modelo para assegurar aos investidores/acionistas o retorno de seus investimentos realizados na firma.

Também neste sentido Matias (2007) afirma que a governança corporativa no Brasil ganhou prestígio por meio do processo ocorrido a partir da década de 1980 relacionado à intensificação da globalização financeira e das posteriores transformações econômicas ocorridas na década seguinte em âmbito nacional. Matias (2007) prossegue argumentando, em face daquele panorama, órgãos reguladores ou ligados ao mercado de capitais o CVM, BM&FBOVESPA, ANDIMA, ABRASCA, IBRI etc. ó incentivaram as empresas no sentido de aprimorar seus modelos de práticas de governança corporativa.

O IBGC (2006) define governança corporativa como sendo

o sistema pelo quais as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas/cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade.

Ainda neste sentido Lima (2010) (*apud* Lodi (2000, p.9)) defende que a Governança Corporativa ãé um novo nome para o sistema de relacionamento entre acionistas, auditores independentes e executivos da empresa liderados pelo Conselho de Administraçãoö.

Lima (2010) (*apud* Steinberg (2003)) apensa que investidores de instituições com mais de 3.3 trilhões de dólares em ativos estariam dispostos em pagar ágios de 24% em média a aquisições ou aplicações em empresas brasileiras que mantenham boas práticas de governança corporativa.

Retomando esta retórica, Lima (2010) (*apud* Steinberg (2003)) afirma que o mercado estaria disposto a pagar, em média, um prêmio de 22% por ações de empresas latino-americanas com governança corporativa diferenciada.

Também segundo Lima (2010), a globalização dos mercados impõe como necessária a qualidade da governança corporativa para a sobrevivência das empresas. É que, pois, essas práticas se transformam em um pressuposto para toda a companhia controlar seus recursos eficazmente, além de captar novos recursos. No Brasil, a Lei das Sociedades por Ações demonstrou os primeiros sinais de governança corporativa, ao tornar obrigatória a presença de conselhos, tanto de administração como Fiscal. Por fim, Lima (2010, p. 540) observa que ãpode-se perceber que, nos mecanismos externos, a presença da contabilidade é importante para a governança corporativaö.

Segundo Carvalho (2002), a adesão a níveis diferenciados de governança corporativa trazem os seguintes benefícios.

a) simplicidade aperfeiçoada para a obtenção de fundos \hat{o} umas das vantagens da abertura de capital é o ingresso a fontes de fundos alternativos aos bancários. Empresas que precisam de grandes volumes de fundos podem sujeitar-se a altas taxas de juros ou ressalvas no consentimento de abertura de crédito.

b) liquidez \hat{o} as ações de empresas abertas podem ser negociadas em bolsas, o que é barato para pequenos acionistas que procuram fazer transações em períodos breves..

c) aumento do poder de negociação com bancos \hat{o} um problema enfrentado pelas empresas com os bancos é que estes podem obter vantagens (altas taxas de juros) devido à informação privilegiada acerca da qualidade creditícia de seus clientes. Através da dispersão de informação para o mercado, as empresas atraem competição para seus credores, proporcionando um menor custo de capital e maiores volumes de recursos.

d) diversificação de carteira \hat{o} a decisão de abrir o capital permite que os acionistas da empresa diversifiquem seus investimentos que, em geral, são fortemente carregados na empresa que detêm. Isso pode ser obtido de dois modos: venda direta de ações ou indiretamente. Na última alternativa, a empresa levanta fundos por meio da emissão de ações e, *a posteriori*, diversifica seu risco adquirindo ações de outras empresas.

e) troca de controle \hat{o} abrir o capital pode ser o primeiro passo dentro de uma estratégia ótima de venda de uma empresa. O entabulamento de negociação de parte das ações de uma companhia pode aumentar o valor de venda da parte restante de ações.

2.4.1. Princípios de Governança Corporativa

Como resultado da necessidade de adoção das boas práticas de Governança, foi publicado o código das melhores práticas de governança corporativa pelo IBGC. Os princípios básicos segundo o IBGC (2010) estão descrito no quadro 3.

Quadro 3: Princípios de governança corporativa segundo o IBGC.

Transparência	Desejo de informar. É que da boa informação, tanto externa como interna, decorre uma relação de confiança. Internamente e com terceiros. Além de evidenciar aspectos econômico-financeiros, a comunicação deve incluir os demais valores, incluindo-se os intangíveis, os quais direcionam a ação gerencial.
Equidade	Tratamento justo e igualitário de todos os <i>stakeholders</i>
Prestação de Contas (<i>accountability</i>)	Dever da prestação de contas da atuação aos seus eleitores, respondendo por todos os atos na prática de seus mandatos.
Responsabilidade corporativa	Considerações na definição dos negócios e operações da empresa relativas às questões ambientais e sociais

Fonte: Elaboração própria.

Já a Organização de Cooperação Econômica e Desenvolvimento ó OCDE ó, criada em 1948 na Convenção de Paris, define como princípios de governança corporativa (quadro 4)

Quadro 4:Princípios de governança corporativa segundo a OCDE

Direitos dos Acionistas	Direitos básicos: garantir métodos seguros de registro de participação acionária; alienar ou transferir ações; obter informações relevantes sobre a empresa oportuna e regularmente; participar e votar em assembleias gerais ordinárias; eleger e conselheiros e participar dos lucros da empresa. Direito de participar das decisões, bem como ser suficientemente informados sobre decisões relativas às mudanças corporativas fundamentais (mudanças no regimento interno, contrato social, autorização para novas emissões de ações, transações especiais que resultem na venda da empresa). Os acionistas devem ter a oportunidade de participar efetivamente e votar nas assembleias gerais ordinárias, bem como ser informados sobre regulamentos, inclusive procedimentos de votação, que controlam as assembleias gerais de acionistas. Estrutura de capital e medidas que permitam a alguns acionistas obter um nível de controle desproporcional à sua participação no capital da empresa devem ser divulgadas Deve-se permitir que os mercados acionários funcionem de maneira eficiente e transparente Os acionistas devem considerar os custos e benefícios de exercer seus direitos de voto
Tratamento equânime	Todos os acionistas da mesma categoria deverão ser igualmente tratados Práticas baseadas em informações privilegiadas e negociações abusivas em nome próprio deverão ser proibidas Conselheiros e diretores deverão divulgar quaisquer fatos relevantes de transações ou assuntos que digam respeito à empresa
Direitos das partes interessadas	A estrutura de governança corporativa deve reconhecer os direitos das partes interessadas, conforme previsão em lei, e incentivar a cooperação ativa entre empresas e partes interessadas na criação de riquezas, emprego e na sustentação de empresas economicamente sólidas.
Divulgação e transparência	A estrutura da governança corporativa deverá assegurar a divulgação e a transparência oportuna e precisa de todos os fatos relevantes referentes à empresa, inclusive situação financeira, desempenho, participação acionária e governança da empresa.
Responsabilidade do conselho	A estrutura da governança corporativa deverá garantir a orientação estratégica da empresa, fiscalização efetiva da diretoria pelo conselho e a prestação de contas do conselho à empresa e aos acionistas: os conselhos deverão atuar baseados em informações completas, bem fundamentadas e de boa fé, agir com critério, tomando as devidas precauções e no melhor interesse da empresa e dos acionistas; o conselho deve tratar todos os acionistas com justiça, ainda que suas decisões possam afetar de maneira diferente os diversos grupos acionários.

Fonte: elaboração própria

2.4.2. BM&FBOVESPA e Governança Corporativa ó Novo Mercado e Níveis 1 e 2

Para a BM&FBOVESPA, governança corporativa é um esforço para alinhar os objetivos dos administradores com os interesses dos acionistas. As regras a serem seguidas por uma companhia para aderir em níveis diferenciados de governança corporativa estão descritas no quadro abaixo quadro 5.

Quadro 5:Comparação entre os níveis qualificados de governança da BM&FBOVESPA

Prática de Governança Corporativa	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado
Divulgação de acordos de acionistas e programas de stock options	●		

Disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos	●		
Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital	●	●	●
Manutenção em circulação de uma parcela de colocação de ações representando 25% do capital	●	●	●
Introdução de melhorias nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial.	●	●	●
Cumprimento de regras de disclosure em operações envolvendo ativo de emissão da e companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa	●	●	●
Extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia		●	●
Estabelecimento de um mandato unificado de um ano para todo o conselho de administração		●	●
Disponibilização de balanço anual seguido às normas do US GAAP ou IAS GAAP		●	●
Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Nível 2 ou Novo Mercado		●	●
Adesão à Câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários		●	●
Proibição de emissão de ações preferenciais			●

Fonte: Matias (2007)^b

A inclusão da companhia ao Nível 1 ou 2 de governança corporativa depende do grau do comprometimento assumido pela empresa, sendo formalizado por meio contrato entre a companhia e a BM&FBOVESPA. Almeida, Scalzer e Costa (2008), enumeram melhorias adicionais nas informações adicionais, além das obrigatórias:

- a) adicionar às ITRs entre outras: demonstrações financeiras consolidadas e a DFC;
- b) adicionar às Demonstrações Financeiras Padronizadas, a DFC;
- c) adicionar às IAS entre outras: a quantidade e características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos de acionistas controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal, bem como a evolução dessas posições;
- d) realizar reuniões públicas, anuais pelo menos, com analistas e investidores;
- e) apresentar, anualmente, calendário do qual conste a programação dos eventos corporativos, tais como assembléias e divulgação de resultados;
- f) divulgar os termos dos contratos firmados pela companhia junto a partes relacionadas;
- g) divulgar, mensalmente, as negociações de valores mobiliários e derivativos da companhia por parte dos acionistas controladores;
- h) manter em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital social da companhia; e
- i) adotar mecanismos, para a dispersão do capital, por ocasião de distribuição pública de ações.

2.5. Indicadores financeiros

Em 1919, Alexandre Wall desenvolveu um modelo de análise das demonstrações contábeis por meio de índices. Foi a primeira tentativa de atribuição de pesos, ponderando os diversos índices e chegando à fórmula de Wallö. A metodologia adotada por meio da relação entre contas contábeis reúne alguns índices e parâmetros para análise de balanços e para a avaliação de desempenho financeiro de empresas (Matarazzo, 1995) (*apud* Carvalho e Bialoskorski Neto, 2008)

Capobianchi *et al.* (2012), observa que diversas pesquisas (Silveira, Barros e Famá (2003); Andrade, Silveira e Tavares (2005); Pamplona e Hein (2007); Bortoluzzi, Lyrio e Ensslin (2008)) abordam a análise do desempenho de empresa por meio de indicadores financeiros.

Capobianchi *et al.* (*apud* Perez Jr. e Begalli (2002); Matarazzo (2003); Assaf Neto (2006) e Iudícibus (2008)), questiona acerca do que fazer com o conjunto de índices calculados no sentido de se obter uma visão do desempenho da empresa, sugerindo uma análise conjunta dos indicadores, de forma a reconhecer-se o efeito que eles possam exercer mutuamente e indicar alterações na posição competitiva no longo prazo.

Além da análise das demonstrações financeiras por meio de índices de relacionamento entre contas, em 1932, Fitz Patrick selecionou aleatoriamente dezenove empresas que haviam falido no período de 1920 a 1929, com vistas à comparação com outras dezenove empresas bem sucedidas, sendo, portanto, o pioneiro na elaboração de modelos estatísticos de previsão de insolvência (SILVA, 2000).

Beaver (1966), (*apud* Carvalho e Bialoskorski Neto, 2008), utilizando-se de índices contábeis, propõe um modelo de previsão de dificuldade financeira. Nesse trabalho, o autor por meio de uma análise empírica, procurou identificar quais eram os indicadores contábeis mais relevantes para a previsão de dificuldades financeiras, quão eficientes eram esses indicadores e qual a probabilidade de uma empresa falir, dada certa realidade financeira.

Altman (1968) (*apud* Carvalho e Bialoskorski Neto, 2008) inicia o estudo da falência de empresas, utilizando conjuntamente os diversos indicadores contábeis. Ele prova que a falência de uma companhia poderia ser prevista por meio das informações disponíveis nos balanços patrimoniais.

Ainda nesse sentido, Matias (2009) afirma que, devido à facilidade de cálculo, os indicadores são analisados como a única fonte de avaliação de empresas, o que levaria o analista ao erro. Com efeito, Matias (2009), conclui que é necessário ao analista o conhecimento dos indicadores, sendo necessário a este a habilidade de compreender as

interações entre os determinantes do desempenho financeiro de uma empresa nos quais se refletem os indicadores.

Segundo Matarazzo (2007), índice é a condição de interdependência entre contas ou grupos de contas, para evidenciar determinado aspecto da situação econômico-financeira. Matias (2009) acrescenta, no entanto, que, da mesma forma que outros meios de análise que envolvem a padronização de seu uso, os indicadores de análise financeira possuem vantagens e restrições na avaliação, possibilitando, no entanto, a rápida avaliação e comparação do desempenho financeiro de empresas.

O quadro 6 apresenta um modelo de indicadores desenvolvidos pelo Instituto de Ensino e Pesquisa em Administração - INEPAD, modelo E2S. O modelo foi desenvolvido, tendo em vista a diversidade de nomenclaturas e a decorrente falta de inconsistência, e classifica os indicadores em três grupos: estratégia, eficiência e solvência.

Quadro 6: índices do modelo E2S da INEPAD

Estratégia	Captação de recursos	capitalização ajustada; capitalização seca; endividamento ajustado total; endividamento seco; endividamento de curto prazo; captação de curto prazo; captação de longo prazo; exigibilidades tributárias; comprometimento bancário; comprometimento com fornecedores.
	Aplicação de recursos	imobilização ajustada do capital próprio; imobilização de recursos não correntes; recursos de longo prazo em giro; recursos próprios em giro; aplicação em ativos de crédito; aplicação em estoques; aplicação em disponibilidades; aplicação em investimento; aplicação em imobilizado.
Eficiência	Receitas e Despesas	despesa de <i>overhead</i> ; custo de produção; despesas administrativas; despesas de comercialização; eficiência operacional; custo do endividamento; despesas financeiras; despesa operacional; provisionamento para imposto de renda e contribuição.
	Rentabilidade	margem bruta; margem da atividade; contribuição do resultado financeiro; margem operacional, margem líquida; giro do ativo operacional; giro do ativo total; rentabilidade da atividade do patrimônio líquido; rentabilidade do ativo total; rentabilidade do ativo operacional; rentabilidade do patrimônio líquido.
Solvência	Liquidez	Liquidez geral; liquidez corrente; liquidez seca; coeficiente de capital de giro.
	Gestão do Capital de Giro	coeficiente de giro líquido; coeficiente do capital de giro próprio.

Fonte: adaptado de Matias (2007)b.

Quanto à divisão da análise das demonstrações contábeis, Matarazzo (2007), divide a análise das demonstrações contábeis em aspectos: financeiros e econômicos, sendo que a

situação financeira se subdivide em estrutura e liquidez, a cada um desses aspectos da análise corresponde a um determinado grupo de índices. Os indicadores para cada um dos aspectos considerados por Matarazzo, 2007, encontra-se no quadro 7.

Quadro 7:índices financeiros apresentados por Matarazzo

Situação Financeira	Estrutura	Participação de capitais de terceiros; composição do endividamento; imobilização do patrimônio líquido; imobilização dos recursos não correntes.
	Liquidez	Liquidez geral; liquidez corrente; liquidez seca.
Situação Econômica	Rentabilidade	Giro do ativo; margem líquida; rentabilidade do ativo; rentabilidade do patrimônio líquido.

Fonte: elaboração própria, a partir de Matarazzo (2007).

Por outro lado, Ross, Westerfield e Jordan (2002), agruparam os indicadores financeiros em cinco grupos: liquidez, solvência, giro, rentabilidade e valor de mercado. Os indicadores desta classificação estão resumidos no quadro 8.

Quadro 8:índices financeiros apresentados por Ross, Westerfield e Jordan (2002)

Solvência,a curto prazo	Liquidez corrente; liquidez seca
Atividade	Giro do ativo total; giro de contas a receber; giro de estoques.
Alavancagem financeira	Endividamento; cobertura de juros.
Rentabilidade	Margem de lucro; retorno sobre os ativos; retorno sobre o capital próprio; índice de payout.
Valor	Índice preço/lucro; taxa de dividendo; valor de mercado/valor patrimonial; índice Q de Tobin.

Fonte: elaboração própria, a partir de Ross, Westerfield e Jordan (2002).

2.6. Indicadores de Fluxos de Caixa

2.6.1. Índice de liquidez

Possibilita a avaliação da liquidez do empreendimento, indica a situação financeira da empresa.

$$ICD = \frac{FCO}{PC}$$

Segundo Almeida (2008), este indicador é qualitativamente superior aos índices estáticos, comparando contas do ativo e do passivo circulante. É que, pois, as exigibilidades são pagas com o caixa. Revela a capacidade da empresa em liquidar seus compromissos de curto prazo,por meio dos fundos gerados pela atividade operacional. Ainda segundo Almeida

(2008) (*apud*Casezy e Bartzcak (1984)), o resultado de 0,4 é usual em empresas em uma boa situação econômica, financeira e patrimonial.

2.6.2. Índice de solvência

Segundo Hendriksen e Breda (1999), solvência reporta-se à capacidade de liquidar os compromissos de uma empresa na oportunidade do seu vencimento.

$$ICDLP = \frac{FCO}{PT}$$

Beaver (1966) (*apud*Carvalho e Bialoskorski Neto, 2008) apontou tal indicador como o mais apropriado na previsão de falências, evidenciando a capacidade de a empresa honrar suas obrigações de longo prazo, por meio dos recursos decorrentes da sua atividade operacional.

2.6.3. Índice de retorno

Evidencia a capacidade da empresa em gerar caixa a partir do lucro obtido. Quanto maior este índice maior é a capacidade da empresa em gerar caixa a partir da sua principal atividade de longo prazo, menor será a oportunidade da empresa em enfrentar problemas de liquidez e insolvência, conforme é citado por Almeida (2008, p.111).

$$RSL = \frac{FCO}{LLE}$$

O índice revela o quanto do lucro líquido do exercício da empresa foi convertido em caixa, ou seja, o quanto foi realizado financeiramente.

$$RSPL = \frac{FCO}{PLM}$$

O indicador revela se a empresa é capaz de gerar caixa para os sócios. O resultado mostra a taxa de retorno de cada unidade monetária investida pelos sócios.

3. Delineamento da Pesquisa

Conforme Demo (1981), metodologia significa é a escolha dos instrumentos usados para se fazer uma pesquisa, sendo de caráter instrumental.

Segundo Kerlinger (1980), o delineamento está profundamente ligado à investigação científica, guiando a busca por uma resposta.

De acordo com Beuren (2008), a classificação de pesquisa em contabilidade se divide quanto ao objetivo, aos procedimentos e à abordagem do problema. Quanto ao objetivo, é uma pesquisa descritiva, pois se pretende identificar e descrever o desempenho financeiro das empresas listadas nos níveis 1 e 2, além do novo mercado da BM&FBOVESPA. Segundo Gil (1999), a pesquisa descritiva tem como finalidade analisar características de determinada população e o estabelecimento de relações entre elementos. Quanto aos procedimentos classifica-se em bibliográfica, pois tem por base livros, artigos, e etc. Quanto à abordagem do problema, classifica-se em quantitativa, pois os dados serão tratados estatisticamente.

Beuren (2008) esclarecem que os tipos mais conhecidos aplicados a trabalhos na área de Ciências Contábeis são: acessibilidade ou conveniência, por tipicidade ou intencional e por cotas. Este trabalho recorreu ao emprego da amostragem não probabilística, por meio da seleção de uma amostragem por tipicidade.

A amostra foi retirada da população de empresas da BM&FBOVESPA, e é composta por 37 empresas distribuídas nos níveis 1 e 2. Os dados referentes às demonstrações contábeis das empresas foram retirados do banco de dados Economática® e referem-se ao período de 2008 a 2012. Após isto, procedeu-se ao cálculo dos indicadores, utilizando-se o *software* Excel®.

A seleção da amostra foi realizada de maneira não probabilística, uma vez que dentro da população de empresas de capital aberto que negociam suas ações no mercado de capitais brasileiro, as corporações que fazem parte dos níveis 1 e 2 de governança corporativa da BM&FBOVESPA foram escolhidas para esta pesquisa de acordo com a conveniência.

Para a análise das empresas levou-se em consideração liquidez, solvência e retorno entre as áreas apontadas pelos diversos autores. No que diz respeito: à liquidez, calculou-se o índice de cobertura de dívidas; à solvência, o índice de cobertura de dívidas de longo prazo, dando-se preferência a uma análise de longo prazo; ao retorno, o retorno sobre o lucro, de forma a compara tanto em termos de lucro quanto do investimento dos acionistas.

Durante a análise dos dados, observou-se que determinadas empresas não possuíam todas as informações necessárias ao cálculo dos indicadores, sendo assim, foram retiradas da amostra. Entre elas estão bancos, por possuírem demonstrações contábeis apresentadas em um formato diferenciado.

Primeiramente foi feita uma Análise Exploratória dos Dados (AED) com o objetivo de avaliar sua consistência. Segundo Triola (2008), ao trabalhar com grande conjunto de dados a AED se torna imprescindível, determinando a qualidade das análises decorrentes.

Os dados acumulados foram submetidos ao teste estatístico *t student* de igualdade de médias, por meio do *software* IBM SPSS Statistics 20. Os indicadores médios de cada nível foram comparados, ou seja, foi realizada a análise do teste *t student*, para verificação de igualdade de média entre os níveis 1 e 2 de governança corporativa.

Para verificação de igualdade de médias, primeiro foi testado a igualdade de variâncias com as seguintes hipóteses:

H₀: Não há diferenças significativas entre as variâncias das médias dos indicadores das empresas dos níveis 1 e 2 de governança corporativa da BM&FBOVESPA.

H₁: Há diferenças significativas entre as variâncias das médias dos indicadores das empresas dos níveis 1 e 2 de governança corporativa da BM&FBOVESPA.

A hipótese nula (H₀) de igualdade de variâncias será rejeitada, se o nível de significância dos resultados for menor que 0,05 ($< 0,05$) (BRUNI, 2009).

Para verificação de igualdade de médias foram testadas as seguintes hipóteses:

H₀: Não há diferenças significativas entre as médias dos indicadores das empresas dos níveis 1 e 2 de governança corporativa da BM&FBOVESPA.

H₁: Há diferenças significativas entre as médias dos indicadores das empresas dos níveis 1 e 2 de governança corporativa da BM&FBOVESPA.

A hipótese nula (H₀) de igualdade de médias será refutada, se o nível de significância dos resultados for menor que 0,05 ($< 0,05$) (BRUNI, 2009).

4. Apresentação dos resultados

A tabela 1 apresenta os resultados das médias para os indicadores ICD, ICDLP, IRSL e RSPL entre os anos de 2008 e 2012, para os níveis 1 e 2 de Governança Corporativa.

Com exceção do ano de 2010, os desvios padrões ficaram abaixo de 10,04377, que corresponde ao desvio padrão do IRSL de 2010 do nível 1 de governança corporativa. Quanto às médias de ambos os níveis, os valores, mais uma vez com a exceção do ano de 2010 para o RSL ficaram entre 2,9163, que corresponde ao ICD de 2008, e -0,9069, que corresponde ao ICD de 2010.

Tabela 1: Médias e desvios padrões dos indicadores estudados- 2008 a 2012.

Governança Corporativa		N	Média	desvio padrão
ICD	1	24	2,9163	9,66671
	2	13	,1031	1,94580
ICDLP	1	24	1,8113	7,58354
	2	13	,0408	,66827
IRSL	1	24	2,8708	10,04377
	2	13	,2662	1,41152
IRSPL	1	24	,3592	1,25897
	2	13	-,1915	1,10411
ICD	1	24	,9775	1,26284
	2	13	-,2100	1,47983
ICDLP	1	24	,4558	,93065
	2	13	-,0277	,51149
RSL	1	24	1,5883	2,58600
	2	13	,9800	1,85194
RSPL	1	24	,1375	,15699
	2	13	,0692	,14239
ICD	1	24	,8246	2,05110
	2	13	-,9069	4,64795
ICDPL	1	24	,1642	,26859
	2	13	-,8831	3,75748
IRSL	1	24	1,0108	2,43045
	2	13	291,4200	1048,56386
RSPL	1	24	,0904	,11246
	2	13	,0585	,26714
ICD	1	24	,5733	1,03033
	2	13	,1938	,66919
ICDPL	1	24	,1617	,21653
	2	13	,1354	,21866
RSL	1	24	,8458	8,20677
	2	13	,8892	,89829
RSPL	1	24	,0963	,09145
	2	13	,1108	,14032
ICD	1	24	,1171	1,39964
	2	13	,3454	1,03224
ICDPL	1	24	,0233	,52850
	2	13	,1823	,23449
RSL	1	24	,6517	2,47912
	2	13	,9115	1,44654
RSPL	1	24	,1096	,15069
	2	13	,0808	,12003

Fonte: Elaboração própria.

A Tabela 2 apresenta o resultado do teste estatístico de igualdade de médias.

Tabela 2: Resultados do teste t para igualdade de médias

Indicador por ano		F	Significância.	t	Significância
ICD 2008	*	2,125	,154	1,032	,309
	**			1,375	,181
ICDLP 2008	*	1,834	,184	,835	,410
	**			1,136	,267
RSL 2008	*	1,758	,193	,924	,362
	**			1,248	,224
RSPL 2008	*	,020	,888	1,324	,194
	**			1,378	,179
ICD 2009	*	,205	,653	2,571	,015
	**			2,450	,023
ICDLP 2009	*	,585	,449	1,730	,092
	**			2,039	,049
RSL 2009	*	,583	,450	,748	,459
	**			,826	,415
RSPL 2009	*	,099	,755	1,303	,201
	**			1,342	,191
ICD 2010	*	2,304	,138	1,577	,124
	**			1,277	,221
ICDPL 2010	*	7,290	,011	1,375	,178
	**			1,004	,335
RSL 2010	*	8,969	,006	-1,374	,178
	**			-,999	,338
RSPL 2010	*	4,072	,051	,513	,611
	**			,412	,686
ICD 2011	*	,592	,447	1,194	,240
	**			1,353	,185
ICDPL 2011	*	,074	,787	,351	,727
	**			,350	,729
RSL 2011	*	1,854	,182	-,019	,985
	**			-,026	,980
RSPL 2011	*	4,871	,034	-,381	,706
	**			-,336	,741
ICD 2012	*	,005	,945	-,516	,609
	**			-,564	,576
ICDPL 2012	*	,440	,511	-1,026	,312
	**			-1,262	,215
RSL 2012	*	,172	,681	-,346	,731
	**			-,402	,690
RSPL 2012	*	,133	,717	,594	,557
	**			,636	,530

* Variâncias iguais assumidas

** Variâncias iguais não assumidas

Fonte: Elaborado a partir dos valores calculados pelo software IBM SPSS 20

Realizando-se o teste de hipóteses para a igualdade de variâncias de Levene, verifica-se que o teste é aceito para todos os indicadores e todos os anos. Ocorre que o valor para a estatística F foi maior ou igual 0,05 ($>0,05$) em todos os casos. Portanto, deve-se adotar se a

hipótese H_0 de variâncias iguais, a saber, não há diferenças significativas entre as variâncias das médias dos indicadores das empresas dos níveis 1 e 2 de governança corporativa da BM&FBOVESPA.

O resultado do teste t para igualdade médias, assumindo variâncias iguais, evidenciou que não foi possível rejeitar a hipótese nula de igualdade de médias, pois o nível de significância foi maior que 0,05 ($>0,05$) para todos os indicadores em todos os anos, com exceção do ICD de 2009, que apresentou um nível de significância bicaudal inferior a 0,05, Sendo assim, aceita-se a hipótese nula de igualdade de média para os demais casos.

4.1. Índice de Cobertura de Dívida

4.1.1. Nível 1 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA

A tabela 3 apresenta os indicadores de cobertura de dívidas (ICD) das empresas listadas no nível 1 de governança corporativa da BM&FBOVESPA. Observa-se uma redução da média do indicador no período pesquisado.

Tabela 3: Índice de Cobertura de Dívidas das empresas listas no Nível 1 de Governança Corporativa da Bovespa no período de 2008 a 2012.

EMPRESAS	2008	2009	2010	2011	2012
ALPARGATAS S.A.	0,65	1,65	0,86	0,78	0,48
BRADSPAR S.A.	0,25	2,14	0,30	0,84	0,11
BRASKEM S.A.	0,21	0,21	0,30	0,24	1,39
CIA FIACAO TECIDOS CEDRO CACHOEIRA	-0,03	0,31	-0,16	0,07	0,39
CIA ESTADUAL DE DISTRIB ENER ELET-CEEE-D	0,16	-0,11	-0,11	0,13	0,74
CIA ESTADUAL GER. TRANS. ENER. ELET-CEEE-GT	0,42	0,24	0,22	0,22	0,45
CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG	1,21	1,50	1,29	0,82	0,78
CESP - CIA ENERGETICA DE SAO PAULO	0,71	0,86	0,69	0,83	-1,22
CIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL	1,11	3,22	-0,24	1,34	0,73
CENTRAIS ELET BRAS S.A. - ELETROBRAS	0,51	0,20	0,53	0,00	0,06
EUCATEX S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	0,78	0,17	0,31	0,05	2,33
CIA FERRO LIGAS DA BAHIA - FERBASA	2,47	0,97	0,71	0,84	0,15
FRAS-LE S.A.	0,37	0,63	0,32	-0,17	0,00
GERDAU S.A.	-0,18	1,47	3,80	-0,91	-0,21
METALURGICA GERDAU S.A.	13,25	1,05	9,59	4,32	0,28
INEPAR S.A. INDUSTRIA E CONSTRUcoes	-0,47	-0,15	-0,05	0,23	0,26
ITAUSA INVESTIMENTOS ITAU S.A.	-0,03	0,02	0,05	0,04	0,04
KLABIN S.A.	-0,35	0,59	0,45	0,37	0,36
MANGELS INDUSTRIAL S.A.	46,53	5,64	-1,03	0,12	0,08
OI S.A.	0,62	0,65	0,41	0,26	0,61
CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO	0,29	0,48	0,02	0,11	0,61
RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPACOES	0,74	0,22	0,16	0,33	-0,13
SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.	0,29	0,57	0,48	0,25	-5,75
VALE S.A.	0,48	0,93	0,89	2,65	0,27
Média	2,92	0,98	0,83	0,57	0,12

Fonte: Elaboração própria

A análise do índice de cobertura de dívidas revela que no ano de 2008, em média as empresas possuíam um fluxo de caixa OPERACIONAL quase três vezes superior ao seu passivo circulante. Entretanto, ao se analisar a amostra do índice no ano de 2008, verifica-se que duas empresas se distanciam bastante das demais empresas: Metalurgia Gerdau S.A. e Mangel Industrial S.A. Recorrendo-se aos dados do fluxo de caixa da empresa Mangel Industrial, verifica-se uma apuração de um fluxo de caixa operacional de R\$ 97.858,00, superior em 720,88% ao mesmo período do ano anterior (R\$11.921,00). Observa-se ainda que o fluxo de caixa da aludida empresa para o mesmo período do ano de 2009 é de R\$ 24.902,00, portanto, o resultado obtido é um ponto fora da curva das demais empresas da amostra e também da própria série histórica da empresa. Constatou-se também, nas informações do Balanço Patrimonial da entidade que o patrimônio líquido da empresa é de R\$ 204.887,00.

Excluindo-se as duas empresas (Mangels Industrial S.A. e Metalurgia Gerdau S.A.), o maior ICD pertence à empresa FERBASA ó Cia. Ferro Ligas da Bahia. A FERBASA, que apresentou um resultado de 2,47, mostra uma boa folga de caixa para saldar os compromissos de curto prazo. O pior resultado atribui-se à empresa Klabin S.A., que foi descapitalizada, não gerando caixa para cobrir seus gastos. O resultado da Klabin S.A. foi de -0,35.

No ano de 2009, verifica-se uma redução de 66,43% no ICD médio das empresas em relação ao resultado do ano de 2008. O maior resultado continua-se atribuído à empresa Mangels Industrial S.A., embora com uma redução de 87,87%.

O segundo maior resultado foi da empresa COPEL ó Cia. Paranaense de Energia, que alcançou o resultado de ICD de 3,22, aumento de 190,09%, o resultado representa uma boa margem de caixa para cobrir as obrigações de curto prazo. O terceiro maior resultado é da empresa Bradespar, distanciando-se da sua série histórica, a empresa obteve 2,14 no seu ICD, aumento de 756%, gerando, portanto, para o período, um caixa operacional superior ao dobro dos compromissos de curto prazo. O pior resultado, -0,15, foi da empresa Inepar S.A. Indústria e Construções. A empresa Inepar obteve um aumento no ICD de 68%, passando de -0,47 para -0,15, no entanto, as entradas de caixa do fluxo operacional ainda não são superiores ao desembolsado.

O ICD médio de 2010, foi de 0,83, esse resultado mostra uma redução de 15,30% no ICD médio das empresas listadas no nível 1 de governança corporativa da BM&FBOVESPA em relação ao ano de 2009.

Para o ano de 2010, o maior resultado encontrado pertence à empresa Metalurgia Gerdau S.A., com um ICD de 9,59, que obteve um bom resultado novamente (em comparação

com o destaque obtido no ano de 2008, de 13,25). A Metalurgia Gerdau S.A. obteve um aumento de 813,33% no ICD.

O segundo lugar atribui-se a uma empresa do mesmo grupo econômico, a saber, Gerdau S.A., com um ICD de 3,8, que obteve um aumento de 158,50% no índice em relação ao 4º trimestre de 2009. O terceiro maior resultado foi da empresa Cia. Energética de Minas Gerais ó CEMIG. A CEMIG, que obteve um ICD de 1,29. O ICD da CEMIG reduziu em 14%, acompanhando a redução média das demais empresas (15,30).

O ICD médio do ano de 2011 reduziu para 0,57, o que evidencia uma queda de 31,32% em relação ao ano anterior.

O maior resultado continua pertencendo à empresa Metalurgia Gerdau S.A. com um ICD de 4,32. O ICD da Metalurgia Gerdau S.A. reduziu em 55,16%, acompanhando a redução média das empresas. No entanto, o ICD da Metalurgia Gerdau S.A., ainda mostra que a empresa gera quatro vezes mais caixa operacional do que tem de compromissos de curto prazo.

A segunda empresa com maior ICD no ano de 2011 foi a Vale S.A., com um índice de 2,65, o qual corresponde a um aumento de 197,75%, distanciando-se do resultado de queda geral do indicador da amostra.

A empresa Cia. Paranaense de Energia ó COPEL volta a ser destaque, tornando-se a terceira empresa com maior ICD no ano de 2011. A entidade obteve um ICD de 1,34, com aumento 658,33% em relação ao ano anterior. A empresa reverteu o quadro de insuficiência de recursos operacionais para o pagamento do passivo circulante, visto que a empresa apresentou resultado negativo no ICD no ano de 2010.

O pior resultado foi da empresa Gerdau S.A., ligada ao grupo da empresa Metalurgia Gerdau S.A. Apesar de o resultado obtido pela Metalurgia Gerdau S.A., despontando como líder na classificação da amostra de ICD para empresas listadas no nível 1 de governança corporativa, a empresa Gerdau S.A. obteve um ICD, no ano de 2011, de -0,91, em contraste com o resultado do período anterior, 3,8, no qual, inclusive, obteve o segundo maior resultado do ICD. A empresa demonstrou uma queda de 123,9% em seu ICD passando de uma situação com liquidez frente a seu passivo circulante para uma situação de problemas no fluxo de caixa operacional para pagar seu passivo circulante.

No ano de 2012, o ICD médio reduziu-se em 78,94% em relação ao ano de 2011, passando para 0,12.

O maior ICD obtido foi da empresa Eucatex S.A. Indústria e Comércio com o valor de 2,33, obtendo um aumento de 4660% em relação ao ano anterior, 2011. O resultado do ICD na empresa Eucatex S.A. Indústria e Comércio foi o maior obtido no histórico, destacando-se o fato de a empresa ter obtido este resultado em meio à recorrente queda no índice médio do ICD das empresas do Nível 1.

A Braskem S.A. registrou o segundo maior ICD no ano de 2012, pois obteve um aumento em relação ao ano anterior de 579,16%, alcançando um ICD de 1,39. A Braskem S.A. também obteve um bom resultado, demonstrando uma margem razoável para cobrir seus compromissos no curto prazo. Este resultado foi o maior da série histórica da Braskem S.A. para o período de 2008 a 2012.

A Cia. Energética de Minas Gerais ó CEMIG ó volta a ficar em terceiro lugar com relação ao ICD alcançado, apesar de sofrer uma pequena redução com relação ao ano de 2011, de 4,87%, passando ser detentora de um ICD de 0,78. O menor obtido pela empresa no período de 2008 a 2012.

O pior resultado obtido foi da empresa Suzano Celulose e Papel S.A. com um resultado de -5,75. A empresa deteriorou-se com relação ao ICD, retraindo-se em 2400%. O resultado da empresa no ano de 2012 foi o único abaixo de zero. Nos demais anos o resultado foi sempre entre 0,25 e 0,57.

4.1.2. Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA

Os valores calculados para o índice de cobertura de dívidas para as empresas listadas no nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA são apresentados na tabela 4. Do ano de 2008 até 2010, verifica-se uma redução sistemática no indicador, no período de 2008 a 2010, no entanto, revertida a tendência a partir de 2011 com uma nova tendência de aumento, conforme se observa no ano de 2012.

Tabela 4: Índice de Cobertura de Dívidas das empresas listas no Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA no período de 2008 a 2012.

EMPRESAS	2008	2009	2010	2011	2012
ALUPAR INVESTIMENTOS S/A	-0,13	-1,96	-1,47	-0,12	1,12
CENTRAIS ELET DE SANTA CATARINA S.A.	0,65	1,11	-0,03	-0,06	0,83
CONTAX PARTICIPACOES S.A.	0,26	-0,01	0,23	-0,04	-2,38
ELETROPAULO METROP. ELET. SAO PAULO S.A.	0,39	0,26	0,81	0,53	-0,07
FORJAS TAURUS S.A.	0,32	0,43	0,71	0,08	0,21
GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES S.A.	0,38	0,13	-0,18	-1,57	2,02
MARCOPOLO S.A.	-0,09	0,58	0,28	0,27	-0,06
MULTIPLAN - EMPREEND IMOBILIARIOS S.A.	0,73	1,04	1,14	1,17	0,46
NET SERVICOS DE COMUNICACAO S.A.	1,44	0,50	0,40	0,89	0,66
RENOVA ENERGIA S.A.	-5,88	-4,41	-16,16	-0,18	-0,39

SARAIVA S.A. LIVREIROS EDITORES	0,59	-0,02	0,47	0,44	0,93
SUL AMERICA S.A.	2,67	-0,59	1,90	0,64	0,22
TRANSMISSORA ALIANÇA DE ENERGIA ELÉTRICA S.A.	0,01	0,21	0,11	0,47	0,94
Média	0,11	-0,21	-0,91	0,19	0,34

Fonte: Elaboração própria

O ICD médio das empresas listadas no nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA no ano de 2008 foi de 0,11. O valor de 0,11 indica que as empresas, em média, não possuíam um fluxo de caixa operacional suficiente para saldar todas as suas obrigações do passivo circulante.

O maior resultado do ICD para o ano de 2008 foi da empresa Sul América S.A., que obteve um resultado de 2,67. Observa-se que o resultado alcançado por esta empresa foi o maior para todo o período de 2008 a 2012, e a empresa registrou uma queda de 122% de 2008 para o ano seguinte, revertendo sua situação de liquidez para iliquidez, sem caixa operacional suficiente para saldar todas as dívidas do curto prazo.

A Net Serviços de Comunicação S.A. obteve um ICD de 1,44, o que a colocou como a empresa com segundo maior ICD. O resultado obtido pela empresa foi o maior da série histórica para o período de 2008 a 2012, no entanto, no período da pesquisa, a empresa sempre apresentou resultado superior a zero, o que indica caixa operacional positivo sem, entretanto, possuir caixa suficiente para pagar o passivo circulante.

O terceiro maior ICD, de 0,73, foi obtido pela empresa Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A. A entidade mostra pequena deficiência na geração de caixa operacional para os compromissos do passivo circulante, 27%.

A empresa Renova Energia S.A., por outro lado, apresentou o pior ICD. A empresa do setor energético obteve um resultado calculado para o ano de 2008, de -5,88. Além disso, a empresa volta a registrar o pior ICD em outros períodos.

No ano de 2009, observa-se um ICD de -0,21, reduzindo-se em 290,90% o índice médio das empresas desse nível. A situação média deteriorou-se, passando a uma situação de insuficiência de entradas de caixa operacional frente às saídas, gerando um fluxo de caixa negativo.

A empresa Centrais Elétricas de Santa Catarina apresentou um ICD de 1,11, colocando-a em primeiro lugar no que diz respeito ao ICD em relação às outras empresas listadas na amostra. O ICD representa uma situação de equilíbrio, no qual a empresa revela a sua capacidade de pagar todas as suas dívidas de curto prazo. De fato, a empresa obteve um aumento de 170,76% em comparação com o resultado obtido no ano passado, 2008. Apesar

do bom resultado no ano, verifica-se que no período pesquisado, o ano de 2009 foi o único a apresentar um valor maior que 1, entretanto, a empresa sempre gerou fluxo de caixa operacional positivo.

O segundo maior resultado foi da empresa Multiplan ó Empreendimentos Imobiliários S.A., que tinha obtido o terceiro maior no período imediatamente anterior. A Empresa do setor imobiliário obteve um ICD de 1,04, com variação positiva de 142,46% com relação a 2008. Isso mostra que a empresa possui uma situação de equilíbrio financeiro, pois pode pagar todos os seus compromissos de curto prazo.

A transportadora Marcopolo S.A. obteve um ICD de 0,58, alcançando uma variação no seu ICD de 644,44%. Esse resultado foi o maior entre 2008 e 2012. O resultado mostra-se, inclusive, como um ponto de inflexão. A empresa mostra um aumento no seu ICD, entretanto, ocorre uma reversão na tendência, passando-se a uma redução sistemática no indicador da empresa.

O pior resultado no índice de curto prazo ora examinado é apresentado pela empresa do setor elétrica Renova Energia S.A. A corporação recorrendo ao seu péssimo resultado do ano anterior, -5,88, volta a ocupar a pior posição na classificação do ICD. Ocorre, entretanto, uma pequena melhora, decorrente da variação positiva de 25% no indicador.

O ICD médio do ano de 2010 foi de -0,91, com uma piora de -333,33% Em média as empresas desse grupo não podem liquidar todas as suas obrigações no curto prazo e, além disso, não geram um fluxo de caixa operacional positivo, o que coloca as empresas em uma situação desconfortável.

Apesar disso, o melhor ICD volta a ser ocupado pela empresa Sul América S.A., que obteve o melhor ICD no ano de 2008. A seguradora evidencia um aumento de 422,03% no índice, passando de uma situação de fluxo de caixa operacional negativo e incapacidade de pagamento de suas obrigações de curto prazo, para uma situação financeira saudável, pois possui folga financeira e pode pagar suas obrigações do passivo circulante. Verifica-se, entretanto, que a partir desse ano a empresa segue uma tendência recorrente de depreciação nesse indicador.

A entidade Multiplan ó Empreendimentos Imobiliários S.A. novamente ocupa a segunda posição com um ICD de 1,14 ó com pequena variação positiva de 9,61% em relação a 2009. Com este valor a empresa mostra sólidas bases financeiras, pois gera caixa operacional suficiente para pagar suas dívidas de curto prazo e ainda uma folga de 10%.

A empresa do setor elétrico Eletropaulo ó Metrop. Eletr. São Paulo S.A. destaca-se como a empresa com o terceiro maior ICD ó 0,81 atingido em 2010. A empresa contorna uma variação de 211,53% com relação ao ano adjacente anterior. Com destaque, a empresa alcança o seu maior ICD no ano de 2010 para todo o período concernente a 2008-2012. O resultado alcançado, entretanto, ilustra uma circunstância de insuficiência de entrada líquida de recursos financeiros para extinguir os seus compromissos de breve prazo.

A empresa Renova Energia S.A., apresentou o pior resultado obtido no ICD, menor, inclusive, na amostra deste nível e em todo o período da pesquisa (-16,16). A companhia registrou uma retração de 366,43% em relação ao ano anterior. Observa-se, que nos períodos posteriores, ocorre uma melhora do indicador, embora ainda continue negativo.

O ano de 2012 rompe com a orientação de queda das variações da média do índice, pois apresenta uma melhora de 120,87% e alcança o valor de 0,192. Contudo, a média do índice ainda não apresenta uma situação favorável de cobertura de dívidas de curto prazo. A Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A., obteve o maior resultado para o ano de 2012, revertendo a situação de piora no indicador, desde o começo da série histórica. A Companhia Aérea teve uma variação positiva de 228,66%, e atingiu um ICD de 2,02. A companhia de participações, Alupar Investimentos S.A., surge como destaque em b no ano de 2012, obtendo o segundo maior resultado. Para o período concernente, a empresa obteve seu resultado positivo somente no último ano, 2012, mostrando uma variação positiva de 10333,33%. Tal resultado revela uma adequada situação de liquidez, podendo, a empresa, saldar todas as suas obrigações de curto prazo.

Por fim, a empresa Saraiva S.A. Livreiros Editores mostrou-se como a empresa com o terceiro maior ICD, 0,93, no ano de 2012. Em relação ao valor do ano anterior, 0,44, a empresa editorial alcançou um aumento um pouco superior ao seu dobro, 111,36%. Sucede, contudo, que o valor alcançado, 0,93, ainda é insuficiente para saldar todas as dívidas do curto prazo.

4.2. Índice de Cobertura de Dívidas de Longo Prazo

4.2.1. Nível 1 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA

A tabela 5 mostra os indicadores de cobertura de dívida de longo prazo das empresas listadas no nível 1 de Governança da BMF&Bovespa. Percebe-se uma evolução anual nos

indicadores médios das companhias, no sentido da redução do índice, da mesma forma que o constatado para o ICD.

Tabela 5: Índice de Cobertura de Dívidas de Longo Prazo das empresas listadas no Nível 1 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA no período de 2008 a 2012.

	2008	2009	2010	2011	2012
ALPARGATAS S.A.	0,36	0,90	0,59	0,54	0,34
BRADSPAR S.A.	0,23	0,54	0,27	0,42	0,05
BRASKEM S.A.	0,08	0,08	0,11	0,07	0,42
CIA FIACAO TECIDOS CEDRO CACHOEIRA	-0,02	0,24	-0,12	0,05	0,37
CIA ESTADUAL DE DISTRIB ENER ELET-CEEE-D	0,07	-0,04	-0,05	0,07	0,19
CIA ESTADUAL GER. TRANS. ENER. ELET-CEEE-GT	0,14	0,07	0,06	0,08	0,08
CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG	0,83	1,03	1,04	0,71	0,20
CESP - CIA ENERGETICA DE SAO PAULO	0,14	0,18	0,13	0,16	-0,79
CIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL	0,32	0,54	-0,13	0,20	0,47
CENTRAIS ELET BRAS S.A. - ELETROBRAS	0,15	0,05	0,12	0,00	0,03
EUCATEX S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	0,26	0,07	0,18	0,03	0,40
CIA FERRO LIGAS DA BAHIA - FERBASA	2,17	0,85	0,50	0,53	0,06
FRAS-LE S.A.	0,18	0,32	0,16	-0,08	0,00
GERDAU S.A.	-0,01	0,32	0,42	-0,13	-0,21
METALURGICA GERDAU S.A.	0,50	0,09	0,19	0,07	0,06
INEPAR S.A. INDUSTRIA E CONSTRUcoes	-0,22	-0,06	-0,02	0,10	0,12
ITAUSA INVESTIMENTOS ITAU S.A.	-0,03	0,02	0,05	0,04	0,01
KLABIN S.A.	-0,05	0,16	0,11	0,10	0,20
MANGELS INDUSTRIAL S.A.	37,35	4,60	-0,28	0,05	0,02
OI S.A.	0,28	0,28	0,19	0,09	0,29
CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO	0,14	0,23	0,01	0,04	0,29
RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPACOES	0,41	0,08	0,07	0,14	-0,03
SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.	0,07	0,15	0,10	0,07	-2,15
VALE S.A.	0,12	0,24	0,24	0,53	0,14
Média	1,81	0,46	0,16	0,16	0,02

Fonte: Elaboração própria

A análise do ICDLP mostra que no ano de 2008, em média as empresas possuíam um fluxo de caixa quase duas vezes superior ao seu passivo (1,81). O fluxo de caixa é mais do que suficiente para liquidar todas as obrigações do passivo.

O maior resultado para ICDLP pertence à empresa Mangels Indústria S.A. A empresa do ramo industrial possui um robusto fluxo de caixa frente ao seu passivo, chegando-se à cifra de 37,53. O resultado obtido do ICDLP foi o maior para o período amostral 2008-2012, sendo que a empresa a partir de 2010 tem o ICDLP variando em torno de zero. Portanto, a empresa segue a tendência média do ICDLP da média amostral.

A Cia. Ferros Ligas da Bahia ó FERBASA ó obteve o segundo maior ICDLP, alcançando o valor no ano de 2008 de 2,17. Nota-se uma grande diferença entre o ICDLP da FERBASA e aquele obtido pela Mangels. A FERBASA apresenta uma tendência de redução no valor de seu ICDLP. É que, além de se verificar que o valor de 2008 é o maior da série histórica em estudo, também nota-se que há uma redução nos valores do ICDLP, a exceção do ano de 2011, correspondendo a um ponto fora da curva de redução.

A Companhia Energética de Minas Gerais ó CEMIG se destaca como a terceira empresa da amostra do segmento das empresas listadas no nível 1 a obter o maior ICDLP. A empresa alcançou um ICDLP de 0,83, mostrando uma pequena deficiência na gestão financeira, no que diz respeito à geração de fluxo de caixa operacional para liquidação das contas de passivo.

O pior resultado no ano de 2008, do ICDLP foi obtido pela empresa do setor de construções ó Inepar S.A. Indústria e Construções S.A. ó, atingindo um valor razoável, entretanto, de -0,22. Constata-se, portanto, uma pequena insuficiência de fluxos de caixa operacional para pagar todas as contas do passivo. Apesar do insucesso, a empresa obteve uma melhora na sua série histórica, mostrando-se capaz de sobreviver com caixa insuficiente no ano de 2008 e, contrariando a tendência de redução do ICDLP médio amostral, obteve um aumento no seu ICDLP.

O ICDLP médio das empresas listadas no nível 1, no ano de 2009, atingiu o valor de 0,46, o que revela uma redução na liquidez das companhias, pois reduziu, passando de uma situação de suficiência de fluxos de caixa, para um cenário de insuficiência de fluxos de caixa operacional para pagar seu passivo.

A empresa com maior ICDLP, no ano de 2009, continuou a ser a empresa Mangels Industrial S.A. Entrementes, ocorreu uma redução no seu ICDLP de 37,35, no período anterior imediato, para 4,60, correspondendo a uma desvalorização de 87,68%. Apesar de reduzir o seu ICDLP, a empresa ainda apresenta uma boa margem de segurança na geração de fluxo de caixa operacional, possuindo mais do que o quádruplo de fluxos de caixa operacional em comparação às suas obrigações passivas.

A Companhia Energética de Minas Gerais, que tinha obtido o terceiro maior ICDLP no ano de 2008, passou a ter o segundo maior ICDLP no ano de 2009, apresentando uma melhora de 24,09% em relação ao ano anterior, e atingindo o valor de 1,03. A empresa passou a ser capaz de pagar todas as suas dívidas do passivo com o seu fluxo de caixa operacional.

Por fim, a Alpargatas S.A. ó teve o terceiro maior ICDLP no ano de 2009. A Alpargatas S.A. obteve um aumento no seu ICDLP de 150%, passando a ter um ICDLP de 0,90 e sendo incapaz de pagar todas as contas do passivo por meio do seu fluxo de caixa operacional.

O pior resultado do ICDLP continua pertencendo à empresa Inepar S.A. Indústria e Construções S.A. A empresa do ramo de construções obteve uma melhora, entretanto, passando de -0,22 a -0,06, revelando uma melhora de 27,27%. A empresa apresenta, por conseguinte, déficit na sua geração de fluxo de caixa.

No ano de 2010, o ICDLP médio calculado para a amostra de empresas listadas no nível 1 de governança corporativa da BM&FBOVESPA obtido foi de 0,16. O resultado mostra a deterioração da capacidade das empresas, em média, com relação à geração de fluxo de caixa operacional para pagar suas dívidas do passivo recuou em 66%, passando de 0,46 para 0,16.

A Cia. Energética de Minas Gerais ó CEMIG ó obteve o maior ICDLP no ano de 2010, repetindo os bons resultados obtidos em 2009, o segundo maior, e 2008, o 3º maior ICDLP. Com um aumento percentual de 0,097% e, mantendo o seu ICDLP praticamente estável em relação ao ano de 2009. A empresa obteve um ICDLP de 1,04. O ano de 2010 marca o fim da trajetória de expansão seguida pelo aumento do ICDLP, com crescimentos ininterruptos verificados desde 2008. A empresa segue, a partir de 2010, uma tendência de redução no seu ICDLP, alcançando o valor de 0,20 em 2012. O valor obtido em 2010 mostra-se como um bom resultado, possibilitando à empresa, saldar todas as suas contas inscritas no passivo.

Com um ICDLP atingindo a marca de 0,59, a empresa Alpargatas S.A. alcançou o segundo maior resultado para o ano de 2010. A empresa, todavia, teve uma redução no seu ICDLP, passando ao valor de 0,59, por meio de uma redução de 34,44%. O valor que já é considerado preocupante, por não poder pagar todas as contas do passivo, necessitando aumentar as restrições ao aumento do endividamento no âmbito da gerência financeira da empresa, segue uma trajetória de maiores desvalorizações, chegando, inclusive, ao valor de 0,34 em 2012, no final da série histórica.

A Cia. Ferro Ligas da Bahia ó FERBASA ó, apesar de apresentar uma redução de 39,75% no seu ICDLP, chegando a 0,5 em 2010, obteve o terceiro maior ICDLP entre as empresas integrantes do nível 1 de governança corporativa diferenciada na BM&FBOVESPA.

O pior resultado do período de 2010, -0,28, foi da empresa Mangels Industrial S.A. A empresa nos anos anteriores obteve sempre os melhores resultados no ICDLP. A empresa passou para um cenário de fluxo de caixa operacional líquido negativo e a consequente insuficiência para cobrir todas as contas do passivo não circulante. A Mangels Industrial S.A. obteve uma redução expressiva de 106,08% em relação a 2009.

O ICDLP manteve-se estável no ano de 2011, não sofrendo modificações até a ordem de grandeza em estudo e apresentada (10E-2).

O maior resultado obtido do ICDLP da amostra em estudo volta a ser da empresa energética mineira, Cia. Energética de Minas Gerais ó CEMIG. A CEMIG obteve, no entanto, uma nova redução de 31,73% no ano de 2011, em relação a 2010, passando a deter um ICDLP de 0,71, continuando a trajetória de redução no seu ICDLP.

A Alpargatas S.A., com uma pequena redução no ICDLP de 8,47%, volta a ficar com o segundo maior ICDLP no ano de 2011. A entidade havia obtido o segundo resultado também em 2010, e no ano de 2009, obteve o terceiro maior. A Alpargatas S.A. alcança o valor de 0,54, que apesar de insuficiente para pagar todas as suas dívidas do passivo se mostra como um bom resultado frente ao desempenho médio de 0,16.

A empresa Vale S.A., assim como a Cia. Ferro Liga da Bahia ó FERBASA ó, obtiveram um resultado de 0,53 para o ICDLP no ano de 2011, para a ordem de grandeza em estudo. Esta obteve uma variação positiva de 6%, enquanto que aquela uma variação positiva de 120,83%. A empresa Vale S.A mostra uma melhora ao longo de 2008, até o ano em análise, 2011. A empresa FERBASA reitera a série de bons resultados para o ICDLP e acompanha a tendência de queda média da amostra.

O pior resultado no ICDLP para o ano de 2011 foi obtido pela empresa Gerdau S.A. A empresa apresentou um ICDLP de -0,13, obtendo uma desvalorização percentual em seu ICDLP em 130,95%.

O ICDLP médio do nível 1 de empresas com governança corporativa diferenciada na BM&FBOVESPA volta a reduzir, atingindo a mínima histórica entre 2008-2012, no ano de 2012, uma desvalorização de 87,5%, e obtendo um valor de 0,02, ou seja, as empresas são, em média, empresas incapazes de pagar as contas do passivo com a geração do fluxo de caixa operacional.

A companhia do setor elétrico, Cia. Paranaense de Energia ó COPEL ó, no ano de 2012 obteve o maior resultado no ICDLP entre as empresas pesquisadas. Obteve o valor de 0,47, por meio de um ganho positivo percentual de 135%, em relação ao período anterior de 0,20. O valor do ICDLP se recuperou ininterruptamente desde 2010, quando atingiu seu menor valor, -0,13, sendo que no anterior à sua mínima histórica, obteve a sua máxima histórica de 0,54, em 2009.

A Braskem S.A. obtêm o resultado de 0,42 em 2012, com uma variação percentual positiva de 500% em relação ao ano anterior, passando a ocupar a posição de segundo maior ICDLP entre as empresas listadas na amostra, além de ter obtido seu maior resultado no período em estudo.

Com uma melhora de 640% no ICDLP em relação ao ano anterior a 2012, a Cia. Fiação Tecidos Cedro Cachoeira alcançou em 2012, a cifra de 0,37, também o maior resultado no período e colocando a empresa como a detentora do terceiro maior ICDLP.

A empresa Suzano Papel e Celulose S.A. obteve o pior resultado entre as empresas listadas na amostra com o valor de -2,15, uma perda percentual de 3171,42% em relação ao ano anterior imediato. Nos demais anos a empresa sempre obteve um resultado pelo menos positivo, indicando capacidade de geração de fluxo de caixa operacional para saldar as suas.

4.2.2. Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA

Os indicadores de cobertura de dívida de longo prazo (ICDLP) das empresas com governança corporativa diferenciada e classificadas no nível 2 da BM&FBOVESPA são apresentados na tabela 6. Observa-se uma redução do ICDLP de 2008 até 2010, revertendo-se a tendência a partir de 2011 com o aumento do indicador.

Tabela 6: Índice de Cobertura de Dívidas de Longo Prazo das empresas listadas no Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA no período de 2008 a 2012.

	2008	2009	2010	2011	2012
ALUPAR INVESTIMENTOS S/A	-0,13	-0,22	-0,56	-0,05	0,22
CENTRAIS ELET DE SANTA CATARINA S.A.	0,17	0,20	-0,03	-0,06	0,50
CONTAX PARTICIPACOES S.A.	0,12	0,00	0,13	-0,01	-0,07
ELETROPAULO METROP. ELET. SAO PAULO S.A.	0,15	0,11	0,26	0,21	-0,04
FORJAS TAURUS S.A.	0,24	0,29	0,41	0,04	0,04
GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES S.A.	0,17	0,05	-0,01	-0,08	0,22
MARCOPOLO S.A.	-0,06	0,28	0,13	0,17	0,00
MULTIPLAN - EMPREEND IMOBILIARIOS S.A.	0,35	0,42	0,51	0,28	0,04
NET SERVICOS DE COMUNICACAO S.A.	0,18	0,10	0,12	0,33	0,48
RENOVA ENERGIA S.A.	-2,02	-1,62	-13,35	-0,17	-0,09
SARAIVA S.A. LIVREIROS EDITORES	0,50	-0,01	0,24	0,26	0,62
SUL AMERICA S.A.	0,85	-0,17	0,65	0,63	0,15
TRANSMISSORA ALIANÇA DE ENERGIA ELÉTRICA	0,01	0,21	0,02	0,21	0,30
Média	0,04	-0,03	-0,88	0,14	0,18

Fonte: Elaboração própria

O valor do ICD médio da amostra de empresas listadas no nível 2 de governança corporativa diferenciada da BM&FBOVESPA no ano de 2008 foi de 0,04. O valor mostra-se insuficiente para pagar as contas inscritas no passivo, portanto, as empresas, em média, estão com problemas de geração de fluxos de caixa em comparação aos seus compromissos.

O maior resultado do ICDLP no ano de 2008 foi obtido pela empresa Sul América S.A. A seguradora obteve o seu maior resultado no ano de 2008, contudo, há uma tendência para queda no seu indicador ao longo do período entre 2008 e 2012.

Com o valor de 0,50, o segundo maior resultado foi obtido pela empresa Saraiva S.A. Livresiros Editores. A empresa, apesar da retração sofrida de 2008 para 2009, mostra uma tendência de expansão a partir de 2010. Ao longo de todo o período em estudo, a empresa só atingiu um ICDLP maior do que em 2008 no ano de 2012.

Também se destaca, com o terceiro maior ICDLP obtido, a empresa do setor da construção civil, Multiplan ó Empreendimentos Imobiliários S.A. A construtora obteve um

ICDLP de 0,35, o que mostra um cenário de expansão no seu ICDLP até o ano de 2010, sofrendo, a partir do mesmo ano até 2012, conforme os dados dispostos na tabela 6, uma retração até 2012.

A empresa Renova Energia S.A. obteve o pior resultado no ICDLP no ano de 2008. Com um resultado de 2,02, a empresa encontrou-se numa situação de insuficiência de fluxo de caixa para saldar todas as suas contas do passivo.

O valor médio no ICDLP da amostra de empresas listadas no nível 2 reduziu-se em 75%, passando do resultado de 0,04 em 2008 para -0,03 em 2009. A tendência, portanto, é de um cenário de insuficiência de geração de fluxo de caixa operacional líquido. O valor de -0,03 mostra que, em média, as empresas não conseguem gerar fluxo de caixa operacional positivo, além de, por conseguinte, suficiente para cobrir as contas do passivo não circulante.

O maior ICDLP no ano de 2009, para as empresas da amostra em questão, foi obtido pela empresa Multiplan ó Empreendimentos Imobiliários S.A. A empresa atingiu o valor de 0,42, uma variação positiva de 20%. Apesar de insuficiente para arcar com todas as obrigações, a empresa obteve um bom resultado, tendo em vista o resultado obtido em média pelas empresas do setor. A empresa no ano de 2009 obteve o segundo resultado, uma melhora relativa no grupo de empresas,

Outro destaque no ano de 2009, no nível 2, foi a empresa Forja Taurus S.A., pois obteve um ICDLP de 0,29, com variação percentual positiva de 20,83% e registrando o segundo maior valor. A empresa Forja Taurus seguiu uma tendência de alta a partir de 2008, até o ano de 2010, retrocedendo a partir o ano seguinte (2011). Ainda, o valor de 0,29 é insuficiente para pagar todas as contas do passivo, embora seja relativamente um bom resultado, em relação às demais empresas na amostra.

O terceiro maior valor obtido no ICDLP pertence à empresa Marcopolo S.A. A transportadora obteve uma melhora no seu ICDLP, passando de um valor de -0,06, em 2008, para 0,28, em 2009, com variação positiva de 366,67%. O resultado obtido por esta empresa, no ano de 2009, foi o maior obtido para todo o período compreendido entre 2008 e 2012. Apesar disso, segue uma trajetória instável durante o período.

Reiterando o pior resultado obtido em 2008, a empresa do setor energético, Renova Energia S.A., alcançou um ICDLP de -1,62, apesar de ter obtido uma melhora notável 19,80%, ante o resultado do ano anterior de -2,02.

O resultado médio no ICDLP obtido pelas empresas que compõe o nível 2 de governança corporativa diferenciada da BM&FBOVESPA, no ano de 2010, foi de -0,88, uma redução de 283,33% em comparação ao ano anterior, quando obteve o resultado de -0,03. A

desvalorização verificada mostra que as empresas, em média, perderam sua capacidade de geração de fluxo de caixa operacional. Observa-se que o resultado alcançado em 2010 foi o menor desde 2008.

A empresa Sul América S.A. obteve um ICDLP de 0,65, com variação percentual de 482,35% em comparação ao ano anterior, quando, em decorrência de um fluxo de caixa operacional negativo, obteve um ICDLP de -0,17. Com este resultado a empresa obteve o maior resultado no ICDLP da amostra no ano de 2010.

Obtendo uma variação percentual em 2010, em relação ao ano de 2009, de 21,42%, a empresa Multiplan ó Empreendimentos Imobiliários apresentou o segundo melhor desempenho entre as empresas da amostra. A empresa do ramo imobiliário obteve um crescimento constante no ICDLP desde 2008, chegando à sua máxima histórica no ano de 2010.

O terceiro maior resultado foi obtido pela empresa Forja Taurus S.A. A empresa obteve um ICDLP de 0,41 em 2010, com uma variação percentual em relação ao período anterior de 41,37%. O resultado também foi o maior da série histórica da empresa.

O menor resultado no ICDLP para o ano de 2010, entre as empresas da amostra, foi a companhia do setor energético Renova Energia S.A. A empresa obteve um resultado de -13,35, com variação percentual negativa de 724,07%. O resultado obtido pela Renova Energia S.A. se distancia muito da média, aumentando inclusive a variância no resultado médio do ICDLP para o ano de 2010. Com este resultado a empresa mostra um cenário de extrema incapacidade de geração de fluxo de caixa operacional.

No ano de 2011, o ICDLP médio das empresas na amostra do nível 2 de governança corporativa da BM&FBOVESPA apresentou uma boa melhora. Alcançando o valor de 0,14, o ICDLP médio obteve uma variação percentual positiva de 115,90% em relação ao ano anterior. Portanto, em média as empresas passaram a gerar fluxo de caixa operacional positivo, no entanto, insuficiente para cobrir todas as contas inscritas no seu passivo.

O maior resultado no ICDLP continuou sendo da empresa Sul América S.A., que se manteve praticamente estável com um valor de 0,63 em 2011, com relação ao ano anterior, 2010, quando alcançou 0,65, obtendo uma pequena redução negativa de 3,07%.

O segundo maior ICDLP no ano de 2011 entre as empresas foi obtido pela empresa Net Serviços de Comunicação S.A. com um valor de 0,33, mostrando uma variação positiva de 175%. A empresa de telecomunicações mostra uma tendência de melhora no seu ICDLP contínua pelo menos desde 2009.

Por outro lado, a empresa Multiplan ó Empreendimentos Imobiliários S.A., obteve o terceiro maior ICDLP no ano de 2011. A empresa havia obtido o segundo maior resultado no ano anterior, com um ICDLP de 0,51, obtendo uma redução de 45,09% e alcançando o valor de 0,28 em 2011. A empresa do ramo imobiliário mostra uma reversão na tendência obtendo novas depreciações no ICDLP também em 2012.

A empresa Renova Energia S.A. voltou a obter o pior resultado no ano de 2011 no ICDLP entre as empresas em estudo. Entretanto, a Renova Energia S.A. mostrou uma boa recuperação em seu ICDLP, passando de -13,35 em 2010, para -0,17 em 2011 e obtendo uma variação positiva de 98,72%.

O resultado médio no ICDLP das empresas do nível 2 voltou a crescer, passando para 0,18 em 2012, com uma variação positiva de 28,57% em relação ao ano anterior.

O maior ICDLP no ano 2012 foi obtido pela empresa Saraiva S.A. Livreiros Editores, que alcançou um valor de 0,62, representando um aumento positivo de 138,46%. Além do destaque obtido no ano de 2012, a Saraiva S.A. Livreiros Editores obteve neste mesmo ano o maior resultado na sua série histórica.

A Centrais Elétricas de Santa Catarina obteve o segundo maior ICDLP, alcançando o valor de 0,50, demonstrando uma forte recuperação no seu indicador, por meio de uma valorização positiva de 933,33%.

A empresa com o terceiro maior ICDLP obtido no ano de 2012 entre as empresas foi a Net Serviços de Comunicação com um valor de 0,48, obtendo um aumento percentual de 138,46%. A Net Serviços de Comunicação obteve uma tendência contínua de aumento no seu ICDLP, a partir de 2009, chegando ao valor máximo da série histórica em 2012.

Repetindo os resultados obtidos nos anos anteriores, a empresa Renova Energia S.A. voltou a obter o pior desempenho no ICDLP no ano de 2012. Com um valor de -0,09 e demonstrando uma variação positiva de 47,05% em relação ao ano anterior, a Renova Energia S.A. obteve um bom resultado, alcançando inclusive o melhor resultado desde o ano de 2008, chegando a uma situação que indica um equilíbrio no fluxo de caixa operacional, no que diz respeito à capacidade de a empresa de efetuar a liquidação de todo o seu passivo.

4.3. Índice de Retorno sobre o Lucro

4.3.1. Nível 1 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA

Verifica-se uma tendência de redução no IRSL no resulta médio empresas listadas no Nível 1 de governança corporativa, conforme os indicadores dispostos na tabela 7. Indicando

que as empresas, em média, estão perdendo a sua capacidade de gerar fluxos de caixa do lucro líquido obtido.

Tabela 7: Índice de Retorno Sobre o Lucro das Empresas Listadas no Nível 1 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA no período de 2008 a 2012.

	2008	2009	2010	2011	2012
ALPARGATAS S.A.	0,84	2,56	1,19	0,99	0,84
BRADSPAR S.A.	0,37	0,61	0,19	0,32	-0,36
BRASKEM S.A.	-0,63	1,53	1,17	-3,02	-4,58
CIA FIACAO TECIDOS CEDRO CACHOEIRA	-0,07	8,78	-1,46	0,84	0,43
CIA ESTADUAL DE DISTRIB ENER ELET-CEEE-D	7,72	-0,04	0,49	-0,92	8,98
CIA ESTADUAL GER. TRANS. ENER. ELET-CEEE-GT	1,53	0,07	0,75	1,51	0,17
CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG	0,68	0,87	0,92	0,80	-1,00
CESP - CIA ENERGETICA DE SAO PAULO	-0,54	1,82	11,83	12,27	-0,57
CIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL	0,50	0,69	-0,22	0,26	0,78
CENTRAIS ELET BRAS S.A. - ELETROBRAS	0,59	9,18	1,88	0,00	0,55
EUCATEX S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	2,42	0,16	0,94	0,26	1,23
CIA FERRO LIGAS DA BAHIA - FERBASA	0,91	2,59	0,59	0,99	0,42
FRAS-LE S.A.	1,52	1,97	1,13	-0,69	-0,05
GERDAU S.A.	-0,03	0,85	0,80	-0,32	-0,09
METALURGICA GERDAU S.A.	0,58	0,28	0,46	0,30	0,64
INEPAR S.A. INDUSTRIA E CONSTRUCOES	-3,11	-1,40	-0,47	-26,39	-0,51
ITAUSA INVESTIMENTOS ITAU S.A.	-0,01	0,01	0,02	0,01	0,16
KLABIN S.A.	0,88	2,63	1,31	3,93	6,14
MANGELS INDUSTRIAL S.A.	49,13	1,49	-0,99	-1,00	-1,24
OI S.A.	2,72	-2,38	1,33	1,85	0,99
CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO	3,02	2,57	0,16	0,63	0,99
RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPACOES	0,96	0,36	0,34	0,59	-0,13
SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.	-1,51	1,42	1,31	26,10	0,11
VALE S.A.	0,43	1,50	0,59	0,99	1,74
Média	2,87	1,59	1,01	0,85	0,65

Fonte: Elaboração própria

A média do IRSLL obtida no ano de 2008, entre as empresas da amostra do grupo Nível 1 de governança corporativa diferenciada foi de 2,87, o maior de todo o período, conforme os dados na Tabela 9.

Dentre as empresas listadas no nível 1, o maior resultado do IRSLL, no ano de 2008, foi obtido pela empresa Mangels Industrial S.A., que obteve um IRSLL de 49,13, que representa o maior valor obtido para toda a sua série histórica. Este resultado também é o maior entre todas as empresas da amostra e em todos os anos.

O segundo maior IRSLL foi obtido pela Companhia Estadual de Distribuição de Energia Elétrica ó CEE-D. A Companhia do setor energético obteve um IRSLL de 7,72, mostrando uma boa capacidade de obtenção de recebimento de fluxo de caixa operacional em relação ao lucro líquido obtido. A empresa só voltou a ter um resultado nesta grandeza no ano de 2012.

A Companhia Brasileira de Distribuição obteve um IRSLL de 3,02, alcançando a posição de empresa com o terceiro maior valor obtido no ano de 2008. Por outro lado, a entidade

obteve o seu maior resultando no ano de 2008, passando a partir de então a redução do seu IRSL, não obtendo um resultado superior até o ano de 2012.

O pior IRSL foi obtido pela empresa Suzano Papel e Celulose S.A., com um valor de -1,51. Apesar do seu desempenho regular, a empresa mostra ao longo do período analisado que em outros anos obteve bons resultados, a exemplo do ano de 2012, quando obteve o maior IRSL no ano. Nos demais anos entre o período 2008-2012, a empresa sempre obteve valores no IRSL positivo, indicando sempre capacidade de geração de fluxo de caixa operacional.

No ano de 2009, o valor médio do IRSL reduziu em 44,59%, passando de 2,87, no ano anterior, para 1,59.

O maior valor do IRSL no ano de 2009 foi obtido pela Centrais Elétricas Brasileiras S.A. ó Eletrobrás, que alcançou o resultado de 9,18, obtendo uma variação percentual de 1455,93%, e mostrando, desta forma, uma melhora no indicador. No entanto, nos demais anos ocorre uma descontinuidade desse resultado, passando, os valores nos demais anos a se situarem entre 2 e 1.

Outro destaque foi a Cia. Fiação Tecidos Cedro Cachoeira, que obteve o segundo maior IRSL no ano de 2009, e alcançando o valor de 8,78, que representa uma variação de 12642,85%. Nos demais anos, os resultados variam entre -2 e 1. Além disso, o valor de 2009 foi o maior na série histórica entre o período de 2008 a 2012.

Também obteve um bom IRSL no ano de 2009, entre as empresas da amostra, a Klabin S.A., com um valor que atingiu 2,63, representando um aumento percentual de 198,86% em relação ao ano anterior.

Por outro lado, o pior IRSL em 2009, foi obtido pela empresa de telecomunicações Oi S.A. É que, pois, a empresa reduziu o seu IRSL em 187,5%, e alcançou um valor de -2,38, representando uma incapacidade de geração de fluxo de caixa operacional. Apesar disso, nos demais anos a empresa volta a obter resultados positivos, variando entre 0,99 e 1,85.

Em 2010, o IRSL médio entre as empresas listadas no nível 1 da BM&FBOVESPA alcançou o valor de 1,01, reduzindo em 36,47%. Desta forma, os resultados médios das empresas mostram uma tendência de diminuição do RSL, que já acumula uma redução de 64,80% em relação a 2008.

O maior IRSL em 2010 foi logrado pela Cia. Energética de São Paulo ó CESP. A companhia elétrica paulista alcançou um IRSL de 11,83 no ano de 2010, exprimindo uma melhora de 550% em relação ao ano antecedente.

A Centrais Elétricas Brasileiras ó ELETROBRÁS ó auferiu um IRSL de 1,88 no ano de 2010. Apesar da redução em relação ao último ano, 2009, quando alcançou um IRSL de 9,18 e obteve o maior índice, a corporação voltou a ter um bom indicador, colocando-se como a empresa com o terceiro maior IRSL entre o grupo amostral. Verifica-se uma redução no IRSL de 79,52%.

Ecoando os resultados obtidos em 2009, a empresa Klabin S.A. alcançou o terceiro maior RSL no ano de 2010, qual seja, 1,31. Desta forma, a empresa obteve uma variação de 50,19%, reduzindo o seu IRSL.

O pior resultado no IRSL foi obtido pela Cia. Fiação Tecidos Cero Cachoeira com - 1,46. O valor obtido em 2010 constituiu uma redução de 116,62% em relação ao pregresso, e foi o menor atingido em toda a série histórica da empresa.

A média dos índices volta a reduzir-se em 2011. Com redução de 15,84% em relação ao ano de 2010, o IRSL obtido foi de 0,85, passando, pela primeira vez desde 2008, a ser inferior à unidade, o que significa um fluxo de caixa operacional inferior ao lucro.

O maior IRSL em 2011 foi o reportado à empresa Suzano e Papel Celulose S.A., que alcançou o valor de 26,10, reverberando a sua variação percentual de 1892,36%. O valor alcançado no ano de 2011 foi também o maior de toda a sua série histórica.

O segundo maior resultado no ano de 2011, foi o da Cia. Energética de São Paulo ó CESP. A Companhia energética voltou a obter um bom RSL em 2011, com uma variação de 3,71%. No ano anterior a empresa obteve o maior IRSL, passando a ter uma pequena melhora em 2011, alcançando o resultado de 12,27. Ocorre que, apesar de os valores elevados em 2010 e 2011, os demais valores da série histórica no período 2008-2012 giram em torno de -0,57 e 1,18.

A Klabin S.A. volta a ocupar posição de destaque. Com um IRSL de 3,93 e obtendo uma variação em relação a 2010 de 200%, a Klabin S.A. obteve o terceiro maior IRSL no ano de 2011.

O pior resultado no índice IRSL foi obtido pela empresa Inepar S.A. Indústria e Construções. A empresa Inepar S.A Indústria e Construções obteve resultados negativos em todo o período de 2008-2012, indicando, portanto uma sistemática incapacidade de gerar fluxo de caixa operacional a partir do lucro. Além disso, o resultado obtido em 2009 destaca-se pelo aprofundamento na incapacidade de geração de fluxo de caixa, atingindo o índice de IRSL de -26,39 ao qual correspondeu uma variação em relação ao último ano de 5514,89%.

Em 2012, o resultado médio volta a diminuir, atingindo o seu menor valor no período em estudo. O resultado médio para a amostra do nível 1 de governança corporativa foi calculado no valor de 0,65. Uma redução de 23,52% em relação a 2011.

Obtendo o maior valor entre o período de 2008 a 2012, a Cia. Estadual de Distribuição Energia Elétrica ó CEEE-D alcançou o IRSL de 8,98 no ano de 2012. Este resultado colocou a empresa como a detentora do maior IRSL no ano de 2012. Esse resultado aumentou em 1076,08%, colocando a empresa em uma situação de grande recebimento de caixa proporcionalmente em comparação ao seu lucro.

A Klabin que no ano de 2011, obteve o IRSL de 3,93, obtendo o terceiro maior índice; passou a ter, em 2012, um IRSL de 6,14, colocando-a como a empresa que obteve o segundo maior IRSL com variação percentual positiva de 56,23% em relação a 2011.

Com um IRSL de 1,74, a empresa Vale S.A. obteve o terceiro maior IRSL. A empresa obteve uma variação percentual positiva de 75,75%. O resultado verificado no ano de 2012 foi também o maior na série histórica da empresa.

Registrando um IRSL de -4,58 em 2012, por meio de uma redução no seu indicador em 51,65%, a empresa Braskem reprisou o baixo IRSL de 2011. Tal situação mostra-se como um componente de risco no que diz respeito à capacidade de geração de fluxo de caixa operacional a partir do seu lucro líquido. Se persistente, tal panorama pode levar a empresa a enfrentar problemas de liquidez.

4.3.2. Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA

A tabela 8 apresenta os IRSL para as empresas listadas no nível 2 de governança corporativa diferenciada listadas na BM&FBOVESPA. Com exceção do ano de 2011, em que a média se distanciou muito, provavelmente em decorrência do IRSL obtido pela empresa Renova Energia S.A., a média do IRSL ficou estável entre 0 e 1 durante o período amostral de 2008 a 2012.

Tabela 8: Índice de Retorno Sobre o Lucro das Empresas Listadas no Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA no período de 2008 a 2012.

	2008	2009	2010	2011	2012
ALUPAR INVESTIMENTOS S/A	-0,21	-0,65	-1,54	-0,14	1,18
CENTRAIS ELET DE SANTA CATARINA S.A.	0,23	0,49	-0,01	-0,02	4,12
CONTAX PARTICIPACOES S.A.	0,15	0,00	0,12	-0,14	2,91
ELETROPAULO METROP. ELET. SAO PAULO S.A.	1,39	0,89	1,50	0,89	-0,12
FORJAS TAURUS S.A.	0,88	1,19	1,79	0,65	0,05
GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES S.A.	-0,27	0,07	-0,07	0,19	1,53
MARCOPOLO S.A.	-0,39	1,82	0,51	0,68	-0,09
MULTIPLAN - EMPREEND IMOBILIARIOS S.A.	2,51	1,65	2,05	1,31	0,23

NET SERVICOS DE COMUNICACAO S.A.	-3,60	0,42	1,55	2,93	0,57
RENOVA ENERGIA S.A.	0,99	6,66	3781,25	2,08	-0,43
SARAIVA S.A. LIVREIROS EDITORES	0,93	-0,04	0,72	1,10	1,82
SUL AMERICA S.A.	0,82	-0,17	0,51	0,62	-1,15
TRANSMISSORA ALIANÇA DE ENERGIA ELÉTRICA	0,03	0,41	0,08	1,41	1,23
Média	0,27	0,98	291,42	0,89	0,91

Fonte: Elaboração própria

A média no índice de IRSL no ano de 2008, para as empresas listadas no nível 2 de governança corporativa diferenciada atingiu o valor de 0,27. Este valor médio foi o menor observado no período de 2008 a 2012. De fato, o resultado indica um recebimento de caixa menor que o lucro líquido auferido.

O maior IRSL no ano de 2008, entre as empresas integrantes da amostra do nível 2 foi a empresa Multiplan ó Empreendimentos Imobiliários S.A. A Empresa do setor imobiliário assentou um valor de 2,51 no seu indicador de IRSL. O valor obtido pela corporação foi o maior para o período da amostra, podendo-se também inferir uma tendência de queda no IRSL da empresa nos anos seguintes.

A Eletropaulo Metrop. Elétr. São Paulo S.A., obteve um IRSL de 1,39 em 2008, obtendo, assim sendo, o segundo maior IRSL no ano de 2008, entre as empresas do respectivo grupo amostral.

Outra empresa que também apresentou um bom resultado no indicador IRSL foi a empresa do setor energético Renova Energia S.A., que atingiu um IRSL de 0,99 em 2008. Tal resultado coloca a empresa como a detentora do terceiro maior IRSL no ano de 2008.

A empresa que obteve o menor IRSL foi a empresa Net Serviços de Comunicação S.A., alcançando o valor de -3,60. Apesar disso, a apresentou bons resultados nos demais anos entre 2008 e 2012, tratando-se, pois, de uma situação transitória.

O IRSL médio amostral no ano de 2009 registrou uma variação percentual de 262,96% em relação a 2008, passando de 0,27 para 0,98. Desta forma, as empresas em média recebiam proporcionalmente um fluxo de caixa operacional um pouco inferior ao lucro atingido.

A empresa Renova Energia S.A., com uma variação de 572,72% em relação ao ano de 2008, obteve o maior RSL, 6,66, em 2009. Em 2008, a Renova Energia S.A. obteve o terceiro maior IRSL, reincidindo o seu bom resultado.

A transportadora Marcopolo S.A., obteve um IRSL de 1,82, com uma variação percentual positiva de 566,67%, obtendo o maior valor na série histórica de 2008 a 2012.

A empresa Multiplan ó Empreendimentos Imobiliários S.A. passou da posição anterior de maior IRSL no ano de 2008, quando obteve o valor de 2,51; para a posição de detentora do

terceiro maior IRSL, no ano de 2009. A Multiplan obteve uma variação percentual negativa de 34,26%.

A empresa Alupar Investimentos S.A., obteve um IRSL de -0,65 em 2009, o que mostra um agravamento da situação em relação ao ano de 2008, quando obteve o resultado de -0,21. Além disso, a Alupar Investimentos S.A. obteve o pior resultado no ano de 2009.

No ano de 2010 o RSL atingiu o valor de 291,42. O valor se mostrou um ponto esvaziado de sentido estatístico, tendo sido influenciado pelo resultado obtido pela empresa Renova Energia S.A., que alcançou o RSL de 3781,25. O RSL médio do ano de 2010 obteve um aumento de 29.636,73% em relação a 2009. Excluindo-se o RSL da empresa Renova Energia S.A, o RSL médio atinge o valor de 0,6008.

Fora o resultado obtido pela empresa Renova Energia S.A. com um RSL de 3781,25. O maior resultado do RSL no ano de 2010 foi obtido pela empresa Multiplan - Empreendimentos Imobiliários S.A., que alcançou um RSL de 2,05, obtendo uma variação percentual de 24,24%. A empresa Multiplan também obteve o maior RSL no ano de 2008 e o terceiro maior no ano de 2009.

O segundo maior resultado do RSL no ano de 2010 foi obtido pela empresa Forja Taurus S.A., que obteve um aumento de 50,42% em relação ao ano anterior, atingindo um RSL de 1,79, o qual corresponde ao maior da série histórica da empresa.

A empresa Net Serviços de Comunicação S.A. obteve um RSL de 1,55, alcançando uma variação percentual de 269,04% e atingindo o terceiro maior RSL entre as empresas da amostra no ano de 2010.

A empresa Alupar Investimentos S.A., por outro lado, obteve o pior RSL entre as empresas na amostra em 2010. A empresa Alupar obteve um RSL de -1,54, deteriorando sua situação em relação ao ano anterior, por meio de uma variação percentual negativa de 136,92%.

No ano de 2011 foi obtido um RSL médio entre as empresas do nível 1 de governança corporativa de 0,89. Comparando-se o valor alcançado no ano de 2011 com o resultado do mesmo indicador no ano de 2010, excluído o resultado da empresa Renova Energia S.A. - 0,6008-, observou-se um aumento percentual no RSL de 48,13%.

O maior RSL no ano de 2011 foi obtido pela empresa Net Serviços de Comunicação S.A. com um total de 2,93, alcançando uma variação de 89,03% em relação ao ano anterior. A Net também obteve o maior resultado no ano de 2011 em relação à sua série histórica de 2008 a 2012.

A Renova Energia S.A. voltou a obter bons resultados no ano de 2011. A Companhia do setor energético obteve um RSL de 2,08, alcançando uma variação percentual de -68,76% em relação a 2009. Apesar disso obteve o segundo maior resultado em 2011.

Outra empresa também do ramo energético que obteve um bom RSL em 2011 foi empresa Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A. A empresa obteve um RSL de 1,41, que correspondeu ao maior resultado na sua série histórica e o segundo maior no ano de 2011, por meio de uma variação percentual de 1662,5% em relação ao ano anterior.

O pior resultado no ano de 2011, para o nível de certeza adotado, foi compartilhado por duas empresas de participações, a saber, Alupar Investimentos S.A. e a empresa Contax Participações S.A. Ambas alcançaram um RSL de -0,14, esta obteve uma variação percentual em relação ao ano de 2010 de -90,90%, enquanto que aquela de -216,67%.

O valor médio do RSL no ano de 2012 foi de 0,91, mostrando uma pequena melhora em relação ao ano anterior de 2,24%, mantendo-se praticamente estável.

O maior RSL no ano de 2012 foi obtido pela empresa Centrais Elétricas de Santa Catarina S.A. A Companhia energética do estado de Santa Catarina obteve um RSL de 4,12, obtendo uma melhora percentual em relação a 2011 de 207%. Além disso, este valor correspondeu ao maior em sua série histórica.

A empresa Contax Participações S.A. obteve uma variação positiva de 2178,57% em relação ano anterior. Desta forma a empresa obteve o segundo maior RSL no ano de 2012, em contraste ao resultado ruim obtido no ano anterior imediato. A empresa Contax obteve um RSL de 2,91, que, além disso, foi o maior na sua série histórica.

A Saraiva S.A. Livreiros Editores obteve o terceiro maior RSL no ano de 2012, alcançando um valor de 1,82 e obtendo uma variação em relação ao ano anterior de 65,45%. Além disso, este resultado correspondeu ao maior RSL em sua série histórica.

O pior RSL foi obtido pela empresa Sul América S.A., que alcançou o valor de -1,15, por meio de uma variação percentual negativa de 285,48%.

4.4. Índice de Retorno sobre o Patrimônio Líquido

4.4.1. Nível 1 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA

Os dados referentes aos valores do IRSPL para a amostra de empresas do grupo de governança corporativa diferenciada, classificadas pela rubrica nível 1, estão organizadas na tabela 9.

Tabela 9: índice de Retorno Sobre o Patrimônio Líquido do Nível 1 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA - Período 2008 a 2010.

	2008	2009	2010	2011	2012
ALPARGATAS S.A.	0,16	0,34	0,31	0,22	0,15
BRADSPAR S.A.	0,09	0,12	0,06	0,08	0,10
BRASKEM S.A.	0,33	0,33	0,29	0,16	0,27
CIA FIACAO TECIDOS CEDRO CACHOEIRA	-0,01	0,13	-0,09	0,04	0,15
CIA ESTADUAL DE DISTRIB ENER ELET-CEEE-D	6,01	-0,08	-0,06	0,13	0,13
CIA ESTADUAL GER.TRANS.ENER.ELET-CEEE-GT	0,51	0,09	0,05	0,06	0,01
CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG	0,14	0,17	0,19	0,17	0,10
CESP - CIA ENERGETICA DE SAO PAULO	0,14	0,17	0,12	0,13	-0,05
CIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL	0,07	0,08	-0,02	0,03	0,06
CENTRAIS ELET BRAS S.A. - ELETROBRAS	0,04	0,02	0,06	0,00	0,04
EUCATEX S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	0,28	0,05	0,13	0,02	0,07
CIA FERRO LIGAS DA BAHIA - FERBASA	0,43	0,11	0,08	0,08	0,02
FRAS-LE S.A.	0,20	0,39	0,19	-0,09	0,01
GERDAU S.A.	-0,01	0,06	0,10	-0,03	-0,01
METALURGICA GERDAU S.A.	0,10	0,02	0,05	0,03	0,09
INEPAR S.A. INDUSTRIA E CONSTRUCOES	-1,43	-0,28	-0,04	0,26	0,69
ITAUSA INVESTIMENTOS ITAU S.A.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,03
KLABIN S.A.	-0,12	0,38	0,20	0,14	0,19
MANGELS INDUSTRIAL S.A.	0,48	0,12	-0,10	0,15	0,02
OIS.A.	0,47	0,31	0,23	0,17	0,17
CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO	0,15	0,25	0,02	0,06	0,17
RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPACOES	0,31	0,06	0,08	0,12	-0,02
SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.	0,16	0,30	0,15	0,09	-0,01
VALE S.A.	0,12	0,16	0,17	0,29	0,25
Média	0,36	0,14	0,09	0,10	0,11

Fonte: Elaboração própria

O IRSPL médio das empresas listadas no nível 1 de governança corporativa da BM&FBOVESPA no ano de 2008 foi de 0,36.

O maior resultado no ano de 2008 foi da Cia Estadual de Distribuição de Energia Elétrica com o valor de 6,01. Enquanto, o segundo maior valor no RSPL em 2008, foi da Cia. Estadual Ger. Trans. Energia Elétrica com o valor do RSLP em 2008 de 0,51.

O terceiro maior RSPL em 2008 foi da empresa Mangels Industrial S.A. com o valor de 0,48. O resultado alcançado em 2008 foi o melhor em toda a série histórica do período entre 2008 e 2012.

O pior resultado no RSPL entre as empresas listadas na amostra do grupo de empresas nível 1 de governança corporativa foi obtido pela empresa industrial Inepar S.A. Indústria e Construções, obtendo o valor de -1,43. Este resultado foi o menor na série histórica do período entre 2008 e 2012.

O valor médio no ano de 2009 teve uma piora, passando do valor de 0,36 no ano de 2008, por meio de uma redução percentual de 61,11%, ou seja, o IRSPL médio entre as empresas da amostra do nível 1 de governança corporativa diferenciada foi de 0,14.

O melhor resultado no ano de 2009 foi obtido pela empresa Fras-LE S.A. com um IRSPL em 2009, que atingiu o valor de 0,39, o que indica uma variação percentual positiva em relação ao ano de 2008 de 95%. O resultado obtido pela Fras-LE foi o maior em sua série histórica do período compreendido entre os anos 2008 e 2012.

Alcançado um valor de 0,38, a empresa Klabin S.A. obteve o segundo maior IRSPL no ano de 2009. A empresa obteve uma variação percentual positiva em relação a 2008, quando o IRSPL tinha alcançado o valor de -0,12, de 416,67%. O resultado obtido pela empresa Klabin S.A. foi também o maior em sua série histórica.

O terceiro maior RSPL obtido no ano de 2009 foi alcançado pela empresa Braskem S.A. A entidade gerou um resultado de 0,33, mantendo-se igual ao resultado do ano de 2008, na ordem de grandeza considerada.

O resultado médio do IRSPL no ano de 2010 alcançou o valor de 0,09, representando uma variação percentual negativa de 35,71% em relação ao ano de 2009. O resultado obtido em 2010 representa a mínima histórica do IRSPL médio das empresas listadas no nível 1 de governança corporativa diferenciada.

O maior valor de IRSPL no ano de 2010 foi obtido pela empresa Alpargatas S.A. A empresa alcançou um IRSPL de 0,31, com uma pequena redução em relação ao ano anterior, quando obteve o valor de 0,34. Por conseguinte, a empresa teve seu IRSPL reduzido em 8,82%;

O segundo maior IRSPL foi obtido pela empresa Braskem S.A., que alcançou o valor de 0,29, em 2010. A Braskem S.A., no entanto, teve uma queda percentual de 12,12%. A empresa, portanto, volta a ter uma posição de destaque, ocupando a posição de segundo maior, melhorando sua colocação ao se compara com o período anterior quando a empresa ficou com o terceiro maior IRSPL.

A Oi S.A., obteve um IRSPL no ano de 2010 de 0,23, representando uma queda percentual de 25,80% em relação ao ano de 2009. Embora com IRSPL obtido que colocou a Empresa de telecomunicações em destaque como o terceiro maior IRSPL no ano ora analisado, a empresa Oi S.A., mostra uma tendência de redução no seu RSPL no período da série histórica em estudo.

A Mangels Industrial no ano de 2010 alcançou o IRSPL de -0,10, obtendo o menor indicador no ano. A Mangels Industrial obteve uma redução percentual em relação a 2009 de 183,33%. No entanto, o resultado obtido em 2010, foi o único negativo na série histórica da empresa entre o período 2008-2012.

O resultado médio do IRSPL no ano de 2011 foi de 0,10, mostrando uma pequena recuperação frente ao resultado obtido de 0,09 no ano anterior, 2010. O IRSPL médio da amostra de empresas da classe diferenciada de governança corporativa nível 1 teve uma variação positiva de 11,11%.

A Vale S.A., obteve o maior RSPL no ano de 2011. A Vale S.A. atingiu um IRSPL de 0,29, mostrando uma variação em relação ao ano anterior de 70,58%. A empresa Vale S.A. obteve ainda o maior IRSPL da sua série histórica no ano de 2011.

O segundo maior resultado foi obtido pela empresa Inepar S.A. Indústria e Construções, que alcançou um IRSPL de 0,26, mostrando além de uma mudança qualitativa no seu resultado; pelo fato do IRSPL ser positivo pela primeira vez desde o ano de 2008, mostrando uma capacidade de gerar fluxo de caixa operacional positivo; e uma boa melhora percentual, obtendo um aumento de 750%.

A Alpargatas S.A. obteve o IRSPL de 0,22 em 2011, alcançando o terceiro maior resultado entre as empresas da amostra do nível 1. A empresa Alpargatas S.A., no entanto, obteve uma redução no seu IRSPL de 29,03%. Os resultados do IRSPL da Alpargatas S.A. vem se reduzindo desde o ano de 2009, mostrando, desta forma, uma tendência de queda no índice.

O menor resultado em 2011 foi obtido pela empresa Fras-LE S.A. Esta empresa alcançou um RSPL de -0,09, reduzindo-se em 147,36% em relação ao ano anterior. O mau resultado obtido em 2011, conquanto, foi o único negativo e o pior na sua série histórica.

O resultado do IRSPL médio da amostra de empresas do nível 1 da BM&FBOVESPA, em 2012, voltou a crescer, atingindo um valor de 0,11. O IRSPL em 2012 obteve uma variação percentual positiva de 10% em relação ao ano anterior.

O maior IRSPL entre as empresas do nível 1 incluídas na amostra no ano de 2012 foi a Inepar S.A. Indústria e Construções. A empresa do ramo industrial obteve um aumento de 165,38 em relação a 2011, alcançando um IRSPL de 0,69. O resultado obtido pela empresa Inepar S.A., no ano de 2012 foi também o maior em toda a sua série histórica entre o período de 2008 a 2012.

O segundo maior resultado foi obtido pela empresa Braskem S.A., com um IRSPL de 0,27, por meio de um aumento de 170% em relação ao ano anterior.

A Vale S.A., repetiu os bons resultados do ano anterior, obtendo terceiro maior IRSPL em 2012. Apesar de uma pequena redução percentual, a Vale S.A., atingiu um IRSPL de 0,25, variando em -13,79% comparado ao resultado obtido no ano anterior, quando obteve o valor de 0,29.

A Cia. Energética de São Paulo ó CESP ó obteve o pior resultado entre as empresas da amostra no ano de 2012. A Companhia energética alcançou um IRSPL de -0,05, obtendo uma variação percentual em relação ao ano anterior de -138,46%. O resultado obtido no ano de 2012 foi o único negativo na série de dados da CESP do IRSPL, entre o período do ano 2008 ao ano 2012.

4.4.2. Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA

Os dados do IRSPL para a amostra do grupo de empresas listadas no nível 2 de governança corporativa da BM&FBOVESPA, de 2008 a 2012, estão relacionados na tabela 10.

Tabela 10: Índice de Retorno Sobre o Patrimônio Líquido do Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA - Período 2008 a 2010.

	2008	2009	2010	2011	2012
ALUPAR INVESTIMENTOS S/A	-0,05	-0,11	-0,27	-0,02	0,15
CENTRAIS ELET DE SANTA CATARINA S.A.	0,04	0,04	0,00	0,00	0,37
CONTAX PARTICIPACOES S.A.	0,05	0,00	0,03	-0,01	-0,03
ELETROPAULO METROP. ELET. SAO PAULO S.A.	0,43	0,29	0,57	0,36	-0,02
FORJAS TAURUS S.A.	0,17	0,18	0,30	0,06	0,01
GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES S.A.	0,18	0,03	-0,01	-0,05	0,28
MARCOPOLO S.A.	-0,08	0,35	0,18	0,22	0,07
MULTIPLAN - EMPREEND IMOBILIARIOS S.A.	0,10	0,12	0,15	0,13	0,05
NET SERVICOS DE COMUNICACAO S.A.	0,13	0,11	0,13	0,27	0,07
RENOVA ENERGIA S.A.	-3,84	-0,14	-0,56	-0,06	-0,01
SARAIVA S.A. LIVREIROS EDITORES	0,22	-0,01	0,11	0,16	0,05
SUL AMERICA S.A.	0,16	-0,03	0,12	0,09	0,00
TRANSMISSORA ALIANÇA DE ENERGIA ELÉTRICA S.A.	0,00	0,07	0,01	0,29	0,06
Média	-0,19	0,07	0,06	0,11	0,08

Fonte: Elaboração própria

A média do IRSPL atingida pelas empresas listadas no nível 2 de governança corporativa da BM&FBOVESPA no ano de 2008 alcançou o valor de -0,19. O valor representa a menor média na série histórica entre o período de 2008 a 2012.

O maior IRSPL entre as empresas no grupo amostral foi obtido pela empresa Eletropaulo Metrop. Elet. São Paulo S.A., com 0,43.

O segundo maior resultado foi obtido pela empresa Saraiva S.A. Livreiros Editores, obtendo um IRSPL de 0,22. O valor obtido em 2008 foi o maior na série histórica da empresa.

Outro destaque foi a empresa Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A., que obteve um IRSPL de 0,18, atingindo o terceiro maior índice da categoria no ano de 2008. A empresa Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A. mostra uma tendência de redução neste indicador de 2008 a 2011.

A empresa Renova Energia S.A. obteve o menor IRSPL entre as empresas listadas no nível 2 de governança corporativa da BM&FBOVESPA. A empresa do setor energético obteve um IRSPL de -3,84. Além disso, o resultado da empresa no ano de 2008, foi o pior da sua série histórica.

O IRSPL médio entre as empresas com governança corporativa diferenciada e classificadas no nível 2 alcançou o resultado de 0,07 em 2009, mostrando um aumento percentual em relação ao ano anterior de 136,84%.

Com um IRSPL de 0,35, a empresa Marcopolo S.A. obteve o melhor desempenho no que diz respeito ao índice IRSPL. A empresa Marcopolo S.A. alcançou um aumento em relação ao período anterior de 537,5%.

Obtendo uma redução no seu IRSPL de 32,55% em relação ao ano anterior, a empresa Eletropaulo Metrop. Elet. São Paulo S.A. obteve um IRSPL de 0,29 em 2009, e alcançou o segundo maior resultado no índice no ano de 2009.

Também foi destaque no ano de 2009, a empresa Forja Taurus S.A., que alcançou um IRSPL 0,18. A empresa Forja Taurus S.A. com um aumento percentual de 5,88% obteve o terceiro maior resultado. A empresa demonstra uma tendência de aumento no seu resultado de 2008 a 2010.

A empresa Renova Energia S.A., apesar da melhoria obtida no seu IRSPL em relação ao ano anterior de 96,35%, alcançou um resultado de -0,14. Este resultado coloca a empresa Renova Energia S.A. como a detentora do pior resultado para o ano de 2009.

O resultado médio das empresas na amostra do nível 2 de governança corporativa diferenciada da BM&FBOVESPA reduziu em relação ao anterior, passando de 0,7 em 2009 para 0,6 em 2010, tendo, desta forma, uma redução de 14,28%.

O maior resultado obtido no IRSPL no ano de 2010 foi a empresa Eletropaulo Metrop. Elet. São Paulo S.A. Obtendo um aumento de 96,55% e alcançando o resultado no índice de 0,57, a empresa obteve em 2010 o maior resultado em sua série histórica.

Com uma variação percentual positiva de 66,67% em relação ao ano de 2009, a empresa Forja Taurus S.A. obteve o segundo maior IRSPL da amostra do grupo de empresas listadas no nível 2 de governança corporativa da BM&FBOVESPA. A empresa Forja Taurus S.A. obteve um IRSPL de 0,30 em 2010.

A Marcopolo S.A., no ano de 2010, obteve o IRSPL de 0,18, este foi terceiro maior resultado entre as empresas neste grupo amostral, apesar de ter reduzido seu IRSPL em 48,57%.

A empresa Renova Energia S.A., apesar de ter obtido uma boa melhora no seu IRSPL, passando de -0,56 em 2009, para -0,06 em 2010, e obtendo um aumento percentual de 89,28%, teve o pior IRSPL entre as empresas da amostra do nível 2. Verifica-se uma tendência de melhora no IRSPL no período de 2010 a 2012.

O RSPL médio entre as empresas da amostra do nível 2 atingiu o valor 0,11 no ano de 2011, mostrando uma melhora percentual de 83,33%. O resultado obtido no ano de 2011 foi o maior em toda a série histórica.

O maior IRSPL no ano de 2011, entre as empresas da amostra em estudo foi da empresa Eletropaulo Metrop. Elet. São Paulo S.A, que obteve o valor de 0,36, por meio de uma redução percentual de 36,84% em relação ao ano anterior.

O segundo maior RSPL no ano de 2011 foi obtido pela empresa Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A., atingindo seu máximo resultado na série história entre o período de 2008 a 2012. A Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A., obteve um IRSPL de 0,29, com uma variação positiva de 280%.

A Net Serviços de Comunicação S.A. obteve o terceiro maior RSPL entre as empresas da amostra.

5. CONCLUSÕES

O objetivo desse estudo foi verificar se há diferença entre o desempenho financeiro, com foco no fluxo de caixa operacional, das empresas listadas nos níveis 1 e 2 de governança corporativa da BM&FBOVESPA, no período de 2008 a 2012.

Assumiu-se como pressuposto que para maiores níveis de governança corporativa os acionistas estão dispostos a pagar mais pelo investimento.

A amostra foi composta por 37 empresas, 24 empresas no nível 1 e 13 empresas no nível 2.

Os indicadores escolhidos para a análise foram o índice de cobertura de dívidas, índice de cobertura de dívidas de longo prazo, o índice de retorno sobre o lucro e o retorno sobre o patrimônio líquido. Indicadores que analisem a liquidez, solvência e o retorno financeiro.

Observou-se que as médias do nível 1 são em geral superiores às médias do nível 2, o que neste caso, refuta o pressuposto que melhores práticas de governança corporativa implica em melhor desempenho financeiro.

Contudo, verificou-se que, estatisticamente, com o teste t de *student* não haver diferença significativa entre as amostras dos índices médios anuais dos níveis 1 e 2 de governança corporativa da BM&FBOVESPA, com exceção do índice de cobertura de dívidas médio do ano de 2009, em que a hipótese de nulidade de igualdade de médias foi refutada. Como sugestão de temas de pesquisa, enumera-se a investigação acerca da hipótese adotada neste trabalho, a saber, que para maiores níveis de governança corporativa os acionistas estão dispostos a pagar mais pelo investimento especificamente no Brasil. Além disso, também se sugere investigações que comparem o novo mercado de governança corporativa da BM&FBOVESPA com os demais. Por fim, sugere-se a investigação quanto à qualidade das informações contábeis publicadas pelas empresas, tendo especificamente como foco a observância dos princípios de contabilidade.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALMEIDA, Ronaldo Schimdt Gonçalves de. Demonstração de fluxos de caixa. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 3, n. 2. 2008.

ALMEIDA, Juan Carlos Goes de; SCALZER, Rodrigo Simonassi; COSTA, Fábio Moraes. Níveis diferenciados de governança corporativa e grau de conservadorismo: estudo empírico em companhias abertas listadas na BM&FBOVESPA. **RCO ó Revista de Contabilidade e Organizações ó FEARP/USP**, v. 2, n. 2, p. 118 - 131 jan./abr. 2008.

ANDRADE, H. S.; SILVEIRA, S. de F. R.; TAVARES, B. Os Índices Financeiros como uma Ferramenta de Benchmarking Empresarial: uma aplicação da Análise Envoltória de Dados (DEA). In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 29, 2005, Brasília. Anais. Brasília: ANPAD, 2005. CD-ROM.

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e análise de balanços**. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

_____; SILVA, César Augusto Tibúrcio. **Administração do capital de giro**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

BARBIERI, Geraldo. **Fluxo de caixa**: modelo para bancos múltiplos. São Paulo, 1996. 262f. Tese (Doutorado em Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo.

BRUNI, Adriano Leal. **SPPSS aplicado à pesquisa acadêmica**. São Paulo: Atlas, 2009.

BEAVER, W. Financial ratios as predictors of failure: empirical search in accounting: selected studies. **Journal of Accounting Research**, Chicago n.4, p. 71-111, Jan. 1966. Suplemento.

BECK, T., DEMIRGUC-KUNT, A., LEVINE, R. Law, politics and finance. **World Bank Policy Research Working Paper n. 2585**, 2001.

BEUREN, Ilse Maria (org). **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

BORTOLUZZI, S. C.; LYRIO, M. V. L.; ENSSLIN, L. **Avaliação de desempenho econômico-financeiro**: uma proposta de integração de indicadores contábeis tradicionais por meio da metodologia multicritério de apoio à decisão construtivista (MCDA-C). Disponível em: < <http://www.ieducorp.com.br/pdf/avaliacaoecon.pdf> >.

BRAGA, Roberto; MARQUES, José Augusto Veiga da Costa. Avaliação da liquidez das empresas através da demonstração de fluxos de caixa. **Revista Contabilidade e Finanças ó FIPECAFI ó FEA ó USP**, São Paulo: FIPECAFI. v.14, n. 25. p. 6-23, jan/abr. 2001.

_____. Fundamentos conceituais da demonstração dos fluxos de Caixa: significado, vantagens e limitações. Algumas evidências. **Caderno de Estudos FIPECAFI**. São Paulo, USP, v. 14, 1996.

BRASIL. **Lei 6404, de 15 de dezembro de 1976.** Dispõe sobre as sociedades por ações. Publicada no DOU, em 15 de dezembro de 1976.

BRIGHAM, E. **Fundamentos da moderna administração financeira.** São Paulo: Campos, 1999.

CAPOBIANGI, R. P. et al. Desempenho financeiro: um estudo com empresas de três diferentes setores. **Revista de C. Humanas**, Viçosa, v. 12, n. 1, p. 165-180, jan./jun. 2012.

CARVALHO, Antonio Gledson. **Governança corporativa no Brasil em perspectiva** Revista de Administração, São Paulo v.37, n.3, p.19-32, julho/setembro 2002.

CARVALHO, Flávio Leonel; BIALOSKORSKI NETO, Sigismundo. **Indicadores de avaliação de desempenho em cooperativas agropecuárias:** um estudo em cooperativas paulistas. In V Encontro de Pesquisadores Latino-americanos de Cooperativismo. 2008.

CLAESSENS, Stijn; DJANKOV, Simeon; FAN, Joseph P.H., LANG, Larry H.P. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effect of Large Shareholdings. **The Journal of Finance**, v. LVII, n.6, p. 2741-2771, Dezembro 2002.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Cartilha de Governança Corporativa.** Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc>>.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **Pronunciamento técnico CPC 03 (R2):** demonstração dos fluxos de caixa. Brasília, 2008. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/pdf/cpc03.pdf>>.

DEMO, Pedro. **Metodologia científica em ciências sociais.** São Paulo: 1981.

FIGUEIRA, A. Bancos buscam novas estratégias para ampliar acesso ao crédito. **Valor Econômico.** São Paulo, 5 out. 2007. Especial: O papel da pequena empresa, p. F2.

GIL, Antônio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social.** 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

HENDRIKSEN, Eldon S.; BREDÁ, Michael F. Van. **Teoria da contabilidade.** São Paulo: Atlas, 1999.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Código das melhores práticas de governança corporativa. 4 ed. 2010. Disponível em <<http://www.ibgc.org.br>>.

IUDICIBUS, Sérgio de. et al. **Análise de Balanços.** 9 ed. São Paulo: Atlas, 2008.

_____. **Manual de contabilidade societária:** aplicável a todas as sociedades de acordo com as normas internacionais e do CPC. São Paulo: Atlas, 2010.

KERLINGER, Fred Nichols. **Metodologia da pesquisa em ciências sociais:** um tratamento conceitual. São Paulo: EPU, 1980.

KEYNES, J. M. **The general theory of employment, interest and money.** New York: Hartcourt, 1965.

LA PORTA, Rafael, SHLEIFER, Andrei, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, VISHNY, Robert. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, p. 3-27, October, 2000.

LIMA, G. A. S. F de; et al. Governança corporativa. In: LIMA, I. S.; LIMA, G. A. S. F. de; PIMENTEL, R. C. **Curso de mercado financeiro: tópicos especiais**. São Paulo: Atlas, 2010.

LODI, João B. **Governança corporativa: o governo da empresa e o conselho da administração**. 4. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

LUSTOSA, Paulo Roberto Barbosa. DOAR: uma morte anunciada. **Cadernos de Estudos/FIPECAFI**, São Paulo, v. 9, n. 16, p. 26-38, jul./dez. 1997.

MARCELINO, João Paulo. **Gestão do capital de giro das microempresas e empresas de pequeno porte: um estudo dos clientes do Banco do Brasil - agência capoeiras**. 2007, Departamento de Ciências Contábeis, Universidade de Santa Catarina, Santa Catarina.

MARION, José Carlos. **Contabilidade básica**. São Paulo: Atlas, 2004.

MATARAZZO, Dante C. **Análise financeira de balanços: abordagem básica e gerencial**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

_____. _____. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

MATIAS, Alberto Borges (Coord.). **Análise financeira fundamentalista de empresas**. São Paulo: Atlas, 2009.

_____. (Coord.). **Finanças corporativas de curto prazo: a gestão do valor do capital de giro**. São Paulo: Atlas, 2007.

_____. (Coord.). **Finanças corporativas de longo prazo: criação de valor com sustentabilidade financeira**. São Paulo: Atlas, 2007.

PAMPLONA, L. F.; HEIN, N. **Um sistema especialista difuso na análise da liquidez de empresas**. Disponível em: <<http://proxy.furb.br/ojs/index.php/dynamis/article/viewFile/368/345>>.

PEREZ JR., J. H.; BEGALLI, G. A. **Elaboração das Demonstrações Contábeis**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2002.

QUINTANA, A. C.; SERAFIN, A. C.; SAURIN, V. Demonstração de fluxo de caixa e demonstração do valor adicionado como instrumentos efetivos de gestão financeira: um estudo de caso da Eletrosul. **Revista de Ciências da Administração** v.5, n.10, jul/dez 2003.

ROCHA, Nilton da. **Demonstração das origens e aplicações de recursos vs. demonstração do fluxo de caixa: uma abordagem sob a ótica da gestão financeira**. Blumenau, 2000. 143f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Fundação Universidade Regional de Blumenau.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. **Finanças Corporativas**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

SANVICENTE, Antônio Zoratto. **Administração financeira**. Atlas, São Paulo: 1997.

SILVA, César Augusto Tibúrcio; SANTOS, Jocineiro Olivera dos; OGAWA, Jorge Sadayoshi. Fluxo de caixa e DOAR. **Cadernos de Estudos/FIPECAFI**, São Paulo, n. 9, p. 36-66, out. 1993. Disponível em: <<http://www.eac.fea.usp.br/cadernos/completos/ead9/caixa.doar.pdf>>. Acesso em: 23 nov. 2013.

SILVA, José Pereira, **Gestão e análise de risco de crédito**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A. e FAMÁ, R. **Estrutura de governança e desempenho financeiro nas companhias abertas brasileiras**: Um Estudo Empírico. Caderno de Pesquisas em Administração, vol. 10, no 1. São Paulo: FEA/USP, 2003.

_____. **Determinantes do nível de governança corporativa das companhias abertas brasileiras**. IV ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 2004.

SOARES, Luiz Augusto de Carvalho Francisco. **A divulgação de informações contábeis obrigatórias e as necessidades informacionais da área financeira**: a visão de gestores financeiros de empresas do polo eletroeletrônico da Zona Franca de Manaus. Florianópolis, 1998. 152f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade Federal de Santa Catarina, 1998.

STEINBERG, Herbert. **A dimensão humana da governança corporativa**: pessoas criam as melhores e as piores práticas. São Paulo: Editora Gente, 2003.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. **A Survey of Corporate Governance**. The Journal of Finance, v. LII, 2, p. 737-783, jun. 1997.

SCHMIDT, Paulo; SANTOS, José Luis dos; KLOECKNER, Gilberto. **Avaliação de empresas**: foco na gestão de valor da empresa teoria e prática. São Paulo: Atlas, 2006.

SECURATTO, J. R. **Crédito**: análise e avaliação do risco. São Paulo: Saint Paul, 2002.

TRIOLA, M. F. **Introdução à estatística**. Rio de Janeiro: LTC, 2008. 696 p.

VASCONCELOS, Emerson Hochsteiner. **O método direto na demonstração do fluxo de caixa nas grandes indústrias têxteis do vale do Itajaí/sc**. Blumenau, 2006. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Universidade Regional de Blumenau.

WESTON, J. I.; COPELAND, Thomas E. **Managerial finance**. 9. ed. Texas: Dryden Press, 1992.

ZOUAIN, Deborah Moraes et al. Gestão de capital de giro: contribuição para as micro e pequenas empresas no Brasil. **Rev. Adm. Pública**, Rio de Janeiro, v. 45, n. 3, junho de 2011. Disponível em <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S003476122011000300013&lng=en&nrm=iso>. Acessado em 22 Nov. 2013.